

ECONOMIA E POLITICA ECONOMICA

Economia internazionale

Globalizzazione, produzione e occupazione

Il processo di globalizzazione dell'economia, ispirato ai principi della deregolamentazione e della flessibilità, ha costituito il carattere predominante del sistema delle relazioni economiche internazionali nella nostra epoca. Il testo nasce dall'idea di offrire uno strumento utile per la comprensione delle cause, dei meccanismi in azione e delle possibili conseguenze dei processi di liberalizzazione e di globalizzazione dei mercati.

Adalgiso Amendola è professore ordinario di Economia politica presso la Facoltà di Scienze politiche dell'Università degli studi di Salerno.

Mario Biagioli è professore ordinario di Politica economica presso l'Università degli studi di Parma.

Giuseppe Celi è professore associato di Economia politica presso l'Università degli studi di Foggia.

Amendola • Biagioli • Celi

ECONOMIA E POLITICA ECONOMICA

a cura di
Adalgiso Amendola
Mario Biagioli
Giuseppe Celi

Economia internazionale

Globalizzazione, produzione e occupazione

- Scambi internazionali
- Sistema sanitario
- Sistema pensionistico

Economia internazionale

tools è la linea dedicata all'offerta di agili strumenti di formazione, modulati in funzione del percorso di studio e di verifica dell'apprendimento.

 Egea

www.egeaonline.it

Euro 26,00

ISBN 978-88-7534-073-5






Questo volume, sprovvisto del talloncino a fianco, è da considerarsi COPIA SAGGIO-CAMPIONE GRATUITO, fuori commercio (vendita e altri atti di disposizione vietati: art. 17, c.2, l.633/1931). Esente da IVA (D.P.R. 25/10/72, n.633, art.2, lettera D). Esente da bolla di accompagnamento (D.P.R. 6/10/78, n.627, art.4, n.6).

Amendola - Biagioli - Celli
Economia internazionale
ISBN 978-88-7534-073-5
EGEA





ECONOMIA E POLITICA ECONOMICA







Adaliso Amendola
Mario Biagioli
Giuseppe Celi

Economia internazionale

Globalizzazione,
produzione e occupazione



Progetto grafico di copertina: mStudio, Milano

Copyright © 2012 EGEA S.p.A.
Via Salasco, 5 - 20136 MILANO
Tel. 02/5836.5751 - Fax 02/5836.5753
www.egeaonline.it
e-mail: egea.edizioni@unibocconi.it

Tutti i diritti sono riservati, compresi la traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione, la comunicazione al pubblico e la messa a disposizione con qualsiasi mezzo e/o su qualunque supporto (ivi compresi i microfilm, i film, le fotocopie, i supporti elettronici o digitali), nonché la memorizzazione elettronica e qualsiasi sistema di immagazzinamento e recupero di informazioni.

Per altre informazioni o richieste di riproduzione si veda il sito
www.egeaonline.it/fotocopie.htm

Date le caratteristiche di Internet, l'Editore non è responsabile per eventuali variazioni di indirizzi e contenuti dei siti Internet menzionati.

Prima edizione: febbraio 2012

ISBN 978-88-7534-073-5

Stampa: Digital Print, Segrate (MI)

<i>Presentazione</i>	11
PARTE PRIMA: Economia internazionale, globalizzazione e produzione. La microeconomia degli scambi internazionali	
Cap. 1 - L'economia degli scambi internazionali (Adalgiso Amendola)	17
1.1 <i>Rilevanza e attualità dell'Economia Internazionale</i>	17
1.2 <i>Campo d'indagine, metodo e articolazione dell'Economia Internazionale</i>	19
1.3 <i>Il commercio internazionale: i principali fatti stilizzati</i>	22
1.4 <i>L'economia degli scambi internazionali</i>	28
Cap. 2 – La globalizzazione: fatti stilizzati e problemi aperti (Adalgiso Amendola)	33
2.1 <i>Premessa</i>	33
2.2 <i>Globalizzazione: il nuovo paradigma</i>	34
2.3 <i>Il dibattito sulla globalizzazione: globalismo e antiglobalismo</i>	36
2.4 <i>La globalizzazione dell'economia: i fatti stilizzati</i>	39
2.5 <i>Le epoche della globalizzazione</i>	45
2.6 <i>Le cause della globalizzazione</i>	48
2.7 <i>I benefici e i costi della Globalizzazione dei mercati dei beni: cosa dice la teoria economica</i>	50
Cap. 3 – Il commercio interindustriale: i modelli di riferimento (Giuseppe Celi)	57
3.1 <i>La teoria standard del commercio internazionale e i vantaggi del libero scambio</i>	57
3.2 <i>Tecnologia e commercio internazionale</i>	68
3.3 <i>Dotazioni di risorse e commercio internazionale</i>	83
3.4 <i>Commercio internazionale e distribuzione del reddito</i>	98

Cap. 4 – Dal commercio alla separazione spaziale delle fasi produttive: l’outsourcing internazionale (Giuseppe Celi)	103
4.1 <i>Introduzione: le catene globali del valore</i>	103
4.2 <i>La definizione di outsourcing internazionale secondo il WTO</i>	105
4.3 <i>Un modello di outsourcing in linea con la teoria standard del commercio internazionale</i>	106
4.4 <i>L’outsourcing rappresenta una nuova “rivoluzione industriale”? Il nuovo paradigma interpretativo dei task</i>	109
 Bibliografia della prima parte	 115
 PARTE SECONDA: Globalizzazione, deregulation e flessibilità. Opportunità e vincoli per la gestione delle politiche economiche	
 Cap. 5 – Nozioni macroeconomiche di base (Mario Biagioli)	 121
5.1 <i>La teoria macroeconomica al tempo della globalizzazione</i>	124
5.2 <i>La bilancia dei pagamenti</i>	131
5.3 <i>Mercati valutari e tassi di cambio</i>	137
5.4 <i>Tassi di cambio reali e bilancia commerciale</i>	154
5.5 <i>Contabilità nazionale e moltiplicatore del reddito in economia aperta</i>	158
5.6 <i>La moneta in economia aperta e la distinzione tra “cambi fissi” e “cambi flessibili”</i>	165
5.7 <i>La nozione di “equilibrio esterno” e il “vincolo della bilancia dei pagamenti”</i>	170
 Cap. 6 - Le politiche macroeconomiche in economia aperta (Mario Biagioli)	 179
6.1 <i>Il modello IS-LM in economia aperta</i>	181
6.2 <i>Il modello di Mundell e Fleming</i>	196
6.3 <i>Le politiche economiche dell’offerta in economia aperta</i>	216
 Cap. 7: La determinazione del tasso di cambio (Mario Biagioli)	 237
7.1 <i>Modelli di determinazione del tasso di cambio nel breve e nel medio periodo</i>	240
7.2 <i>La determinazione del tasso di cambio nel lungo periodo</i>	251
7.3 <i>Il passaggio dall’equilibrio di breve periodo all’equilibrio di lungo periodo: il rischio di crisi valutarie</i>	257

Cap. 8: Sistemi monetari internazionali, crisi finanziaria mondiale e progetti di riforma dell'architettura finanziaria mondiale (Mario Biagioli)	271
8.1 <i>Tipi di shock e regimi di cambio</i>	272
8.2 <i>I sistemi monetari internazionali dal 1879 al 2007</i>	275
8.3 <i>La crisi finanziaria mondiale 2007-2011 e i progetti di riforma dell'architettura finanziaria internazionale</i>	310
<i>Bibliografia della seconda parte</i>	343

I see the rentier aspect of capitalism as a transitional phase which will disappear when it has done its work...It will be a great advantage of the order of events which I am advocating, that the euthanasia of the rentier...will need no revolution.

(Considero l'aspetto del capitalismo caratterizzato dall'esistenza del redditiero come una fase di transizione, destinata a scomparire quando esso avrà compiuto la sua opera...Sarà inoltre un gran vantaggio nel corso degli eventi che qui preconizzo che l'eutanasia del redditiero...non richieda alcuna rivoluzione)

John Maynard Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money* - The MacMillan Press, Londra, 1936, pag. 376; traduzione italiana: UTET, Torino, 1971, pag. 520

In the second place a greater readiness to accept super-national arrangements must be required in the post-war world than hitherto. The arrangements proposed could be described as a measure of Financial Disarmament. They are very mild in comparison with the measures of Military Disarmament, which it is to be hoped the world may be asked to accept.

(In secondo luogo, nel mondo che farà seguito alla guerra si dovrà richiedere una maggiore capacità di accettare accordi sovranazionali che nel passato. Gli accordi proposti dovrebbero essere descritti come una misura di Disarmo Finanziario. Essi sono molto leggeri a paragone delle misure di Disarmo Militare che si spera sia richiesto al mondo di accettare)

John Maynard Keynes, "Proposals for an International Currency (or Clearing) Union" [February 11, 1942]

America,...

When can I go into the supermarket and buy what

I need with my good looks?

(America, quando posso andare al supermarket a comprare ciò che mi occorre con la mia bella faccia?)

Allen Ginsberg: *America, Jukebox all'idrogeno* – Mondadori, Milano, 1965, pagg. 156 e 157

In our view, however, derivatives are financial weapons of mass destruction, carrying dangers that, while now latent, are potentially lethal.

(Secondo noi, i derivati sono comunque armi finanziarie di distruzione di massa, che implicano pericoli, per ora solo latenti, che sono potenzialmente letali)

Warren Buffett, "Berkshire Hathaway 2002 Annual Letter"

Presentazione

Il processo di globalizzazione dell'economia, ispirato ai principi della deregolamentazione e della flessibilità, ha costituito il carattere indubbiamente predominante del sistema delle relazioni economiche internazionali nella nostra epoca. Tale processo, attraverso l'impetuosa espansione del commercio internazionale e della mobilità internazionale dei capitali, che si è avuta soprattutto a partire dagli anni ottanta del XX secolo, ha determinato una crescente integrazione fra i diversi sistemi economici e, al tempo stesso, un fenomeno di crescente finanziarizzazione dell'economia, della quale l'attuale fase di crisi economico-finanziaria è uno degli effetti.

In generale, quello della globalizzazione è un fenomeno epocale e complesso, conseguenza, certo, anche dell'incredibile aumento della velocità di circolazione delle informazioni dovuto all'affermarsi delle nuove tecnologie della informazione e della comunicazione (ICT). Ma conseguenza soprattutto delle scelte di liberalizzazione degli scambi internazionali e di deregolazione dei mercati finanziari ispirati alle convinzioni neo-liberiste affermatesi all'inizio degli anni ottanta.

Sul versante dell'economia reale, i principali epifenomeni della globalizzazione hanno riguardato: lo sviluppo di mercati globali per un numero sempre più elevato di beni e di servizi commerciabili, la moltiplicazione del numero di paesi coinvolti nel commercio internazionale, la trasformazione della composizione e della direzione geografica dei flussi di commercio internazionale, l'impetuosa espansione del commercio intraindustriale e degli investimenti diretti esteri, collegati al ruolo crescente delle grandi corporation multinazionali. Questi processi hanno enormemente accresciuto il grado di interdipendenza tra i sistemi economici nazionali ed accresciuto, di conseguenza, la rapidità di trasmissione a livello globale di shock economici reali. Sul versante dell'economia finanziaria e dei pagamenti internazionali, i cambiamenti nei meccanismi di funzionamento dei mercati dei cambi e dei pagamenti internazionali, la liberalizzazione e deregolazione dei mercati finanziari, avviata all'inizio degli anni ottanta, e la conseguente crescente finanziarizzazione dell'economia mondiale, sono i principali aspetti della globalizzazione.

Accanto all'indubbio effetto di avere determinato tassi di crescita del PIL mondiale senza precedenti ed una diffusione geografica della crescita che ha coinvolto economie prima escluse dallo sviluppo, questi fenomeni hanno anche enormemente accresciuto squilibri e disuguaglianze, tra paesi ed all'interno dei paesi, oltre a generare una instabilità del sistema economico, della quale le crisi di origine finanziaria degli ultimi anni sono il segno più evidente e preoccupante.

Il presente testo nasce dall'idea di offrire uno strumento utile per la comprensione dei fenomeni e dei fatti stilizzati a cui si è accennato. La versione attuale del volume è un'edizione provvisoria che per alcuni argomenti - come i flussi migratori o le politiche commerciali - verrà di volta in volta integrata con materiali disponibili on-line. L'urgenza di fornire un supporto didattico per i nostri corsi di Economia internazionale che contenesse un riferimento all'evoluzione recente dei processi di internazionalizzazione ci ha indotto a optare per la scelta del volume provvisorio, in

attesa di portare a termine la versione definitiva. Questo volume è stato concepito come un testo di Economia internazionale proposto per corsi di economia degli scambi internazionali e di macroeconomia internazionale, orientati allo studio delle cause, dei meccanismi in azione e delle possibili conseguenze dei processi di liberalizzazione e di globalizzazione dei mercati dei beni e dei fattori produttivi, nonché dei mercati finanziari.

La finalità principale del volume è didattica ed è di fornire, con la necessaria sistematicità, gli strumenti concettuali ed analitici di teoria del commercio internazionale e di economia monetaria internazionale necessari alla comprensione dei principali fatti stilizzati attinenti alle relazioni economiche internazionali in un sistema globalizzato. Vengono analizzati, pertanto, i principali fenomeni reali dell'economia internazionale, come: la composizione e la direzione degli scambi internazionali, la determinazione dei prezzi relativi internazionali, le cause e la distribuzione dei vantaggi del commercio internazionale, la mobilità internazionale del capitale e del lavoro. Vengono naturalmente analizzati anche i principali fenomeni macroeconomici e finanziari, come il sistema dei pagamenti internazionali, i meccanismi di funzionamento dei mercati dei cambi, i meccanismi di trasmissione di shock macroeconomici in economia aperta, o gli effetti delle politiche macroeconomiche di stabilizzazione.

Nel contempo, obiettivo secondario del volume è di proporre all'attenzione degli studenti una prospettiva di lettura e di interpretazione degli epifenomeni della globalizzazione sufficientemente aperta anche ad una visione critica dei processi, degli assetti istituzionali e di governance e delle opzioni di politica economica e commerciale. Ciò soprattutto alla luce della evidente situazione di debolezza nella quale sembra versare oggi il modello di globalizzazione liberista, deregolata e senza governance, che ha caratterizzato il sistema delle relazioni internazionali negli ultimi decenni. Il volume è strutturato in due parti.

La prima parte è dedicata agli aspetti reali della globalizzazione e ai processi di internazionalizzazione dell'economia con riferimento al mercato dei beni e dei fattori. La seconda ondata di globalizzazione che si è verificata nel secondo dopoguerra è stata contraddistinta, soprattutto a partire dagli anni '80, da una forte crescita del commercio internazionale, dei flussi migratori e dell'internazionalizzazione produttiva. Per quanto riguarda la liberalizzazione degli scambi commerciali, quest'ultima ha determinato sicuramente un incremento del reddito mondiale aggregato, come la teoria standard del commercio internazionale illustrata nel testo analiticamente dimostra. Nel contempo, però, la crescita dei flussi commerciali ha determinato effetti distributivi rilevanti nel mercato dei fattori. Nei paesi avanzati, per esempio, alcune categorie di lavoratori – soprattutto i lavoratori meno qualificati – hanno avvertito la minaccia (in termini di riduzione dei salari o di incremento della disoccupazione) proveniente dall'interscambio con i paesi emergenti. Anche in questo caso, la teoria standard del commercio internazionale spiegata nel volume offre una chiave interpretativa forte per comprendere il disagio dei lavoratori meno qualificati e, in generale, gli effetti del commercio internazionale sulla distribuzione del reddito. Comunque, non solo il commercio internazionale, ma anche la delocalizzazione di fasi produttive all'estero possono provocare effetti rilevanti sulla distribuzione del reddito o, in generale, sul

mercato del lavoro. La pervasiva diffusione delle ICT che ha avuto luogo negli ultimi decenni ha permesso di rendere delocalizzabili all'estero fasi produttive e/o rendere commerciabili internazionalmente servizi che prima richiedevano prossimità spaziale e, pertanto, erano svolti entro i confini nazionali. Come si illustrerà nel testo, esaminando l'*outsourcing* internazionale, la delocalizzazione di fasi produttive e di servizi all'estero può comportare effetti redistributivi rilevanti, questa volta anche a svantaggio dei lavoratori qualificati

L'esposizione di questa prima parte è organizzata come segue. Nel capitolo 1 si illustra campo di indagine e metodo *dell'economia degli scambi internazionali*. Dopo avere richiamato rilevanza, oggetto ed articolazione *dell'economia internazionale*, si passano brevemente in rassegna i principali fatti stilizzati dell'economia degli scambi internazionali e si illustrano gli obiettivi di analisi ed approccio metodologico della teoria del commercio internazionale. Nel capitolo 2 si discutono i principali fatti stilizzati ed i problemi aperti della globalizzazione, con particolare riferimento alla globalizzazione dei mercati dei beni e dei fattori di produzione. Dopo averne evidenziato il carattere multidisciplinare, ed averne proposto una opportuna chiave di lettura, si richiamano le contrastanti opinioni su questo complesso fenomeno epocale. Successivamente, i principali fatti stilizzati o epifenomeni della globalizzazione vengono analizzati considerando le tendenze in atto nel mercato dei beni, nel mercato dei capitali e nel mercato del lavoro. Infine, dopo avere segnalato i caratteri specifici della attuale fase di globalizzazione, se ne esaminano le cause ed i possibili effetti alla luce della teoria

Nel capitolo 3 sono illustrate le principali teorie tradizionali del commercio internazionale: il modello ricardiano e il modello di Heckscher-Ohlin. Tali teorie sono basate sul concetto di *vantaggio comparato* e spiegano le cause alla base dei flussi commerciali di tipo *interindustriale*. Come si vedrà, secondo la teoria ricardiana, il fattore cruciale per spiegare il commercio internazionale è rappresentato dalla differenza che i paesi presentano nelle tecnologie produttive. Il modello ricardiano, mostrando come la specializzazione produttiva indotta dal commercio internazionale conduca ad un incremento del reddito mondiale rispetto alla situazione di autarchia, è emblematico dei vantaggi della globalizzazione. Tuttavia, essendo un modello con un unico fattore produttivo, il modello ricardiano non può cogliere gli effetti redistributivi associati al commercio internazionale. Al contrario, il modello di Heckscher-Ohlin - che individua la causa degli scambi commerciali nelle differenze che i paesi presentano nelle dotazioni relative dei fattori - ben si presta a illustrare analiticamente gli effetti della globalizzazione sul mercato del lavoro e sulla distribuzione del reddito. Infine, il capitolo 4 è dedicato alle nuove forme che l'integrazione economica internazionale ha assunto negli ultimi decenni. In particolare, vengono illustrati i principali modelli di *outsourcing* internazionale che, come si vedrà, presentano da un lato elementi di continuità con la teoria standard del commercio internazionale, dall'altro prefigurano un nuovo paradigma analitico.

Nella seconda parte del libro viene esaminata la globalizzazione finanziaria. Il mercato finanziario mondiale era stato considerato negli anni trenta come uno dei maggiori responsabili della crisi e della fine della prima fase della globalizzazione. Di conseguenza, quando sul finire della seconda guerra mondiale fu ripristinata una

governance internazionale dei processi di globalizzazione, i mercati finanziari vennero ricostruiti su basi nazionali e soggetti a forme di regolamentazione che li riconducevano sotto il controllo dei *policy maker* nazionali. Per circa trenta anni le politiche di gestione macroeconomica della domanda aggregata permisero al mondo di godere appieno dei frutti della globalizzazione, in termini di crescita e di piena occupazione delle risorse produttive. A partire dalla fine degli anni settanta, il diffondersi di un'ideologia che è stata efficacemente definita "fondamentalismo del mercato" ha costituito le basi per la creazione di un mercato finanziario mondiale di dimensioni incommensurabilmente più elevate rispetto all'economia reale; a tale fenomeno, al quale assegniamo il nome di globalizzazione finanziaria, è dedicata, come si è detto, la seconda parte del volume.

La struttura dell'analisi svolta è la seguente. Nel capitolo 5 sono illustrate le nozioni necessarie per trattare la macroeconomia delle economie aperte agli scambi, reali e finanziari, internazionali. In particolare, viene dato un risalto particolare allo studio del mercato finanziario mondiale. Nel capitolo 6 sono studiate le politiche macroeconomiche, sottolineando come la globalizzazione finanziaria metta in difficoltà l'adozione di politiche keynesiane di sostegno della domanda e spinga i *policy maker* a orientare le loro strategie di promozione dello sviluppo verso le politiche dell'offerta. Si metterà in luce come queste ultime, a differenza delle altre, diffondano un clima di scarsa coesione internazionale, inasprendo la competizione tra paesi, piuttosto che favorire la crescita di tutti, come accade quando invece le politiche attuate a livello nazionale sono quelle di sostegno della domanda. Nel capitolo 7 sono studiati i modelli di determinazione dei tassi di cambio in una situazione nella quale i mercati finanziari globalizzati prevalgono sui mercati reali e si sottolinea come ciò provochi una sistematica tendenza alla volatilità dei prezzi che si formano in tali mercati, inclusi i tassi di cambio. Si mette in risalto come ciò possa condurre alla formazione di bolle finanziarie, che spesso danno l'avvio a crisi valutarie e crisi finanziarie che rischiano di propagarsi contagiando via via altre nazioni se non intere regioni, spesso di dimensioni continentali, e, al limite, come è accaduto nella crisi finanziaria mondiale iniziata nell'estate 2007, l'intera economia mondiale. Nel capitolo 8 viene esaminata l'evoluzione del sistema monetario internazionale lungo un arco di tempo che parte dagli ultimi decenni del XIX secolo, in corrispondenza della nascita della prima globalizzazione, copre l'intero XX secolo e sfocia nella crisi del primo decennio del XXI. Tale analisi è indirizzata a valutare da un lato in che modo la globalizzazione finanziaria abbia condotto il mondo all'attuale situazione di *impasse* della crescita economica e, dall'altro lato, i problemi di *governance* della globalizzazione che dovranno essere risolti affinché la crescita, che sarebbe teoricamente possibile grazie alla rivoluzione tecnologica che sta avendo luogo nei campi dell'informatica e delle telecomunicazioni, dispieghi appieno le sue potenzialità.

Un argomento che traspare in queste analisi, e che sarà sviluppato nella prossima edizione del libro, è come dall'evolversi di processi di globalizzazione tendenti a comprimere i margini di manovra delle politiche economiche degli stati-nazione – soprattutto attraverso la mondializzazione finanziaria – nascano gravi pericoli per la democrazia e la coesione internazionale.

Adalgiso Amendola, Mario Biagioli e Giuseppe Celi.

Parte Prima

**ECONOMIA INTERNAZIONALE,
GLOBALIZZAZIONE E PRODUZIONE
La microeconomia degli scambi internazionali**

1

L'economia degli scambi internazionali

1.1 Rilevanza e attualità dell'Economia Internazionale

L'Economia Internazionale si occupa dello studio dei problemi connessi al commercio internazionale ed ai pagamenti internazionali. In particolare studia l'interazione tra paesi che avviene attraverso scambi di beni e servizi, flussi monetari e investimenti. Le economie nazionali, infatti, sono oggi più che mai collegate tra loro grazie al commercio internazionale di beni e servizi, ai movimenti internazionali di capitali finanziari, ai pagamenti internazionali e anche per effetto delle migrazioni.

L'economia internazionale è una materia antica, ma continua ad accrescere la sua rilevanza, con l'intensificarsi dei legami tra i paesi. Lo studio del commercio internazionale e della finanza internazionale è, infatti, all'origine della moderna teoria economica e già presente nelle analisi dei precursori dell'Economia Politica. L'attenzione ai temi degli scambi internazionali ed al ruolo strategico delle politiche commerciali risale, tra gli altri: (i) agli studi dei *mercantilisti*, che nel XVII secolo alimentarono il dibattito tra protezionismo e *laissez faire*; (ii) al saggio *Sulla bilancia commerciale* di David Hume, del 1758, che costituisce il primo esempio di elaborazione di un vero e proprio modello economico. L'economia internazionale costituisce, pertanto, un settore molto consolidato, ma, ma come vedremo nel corso del volume, anche molto controverso, della scienza economica.

Oggi lo studio dell'Economia Internazionale è di particolare attualità per molteplici motivi. In primo luogo perché, a partire dall'immediato dopoguerra, è in atto una continua e crescente espansione degli scambi internazionali di beni e anche di servizi. Un processo questo che ha progressivamente interessato un numero sempre più elevato di sistemi economici nazionali, in precedenza esclusi dal commercio internazionale, e che ha registrato una forte accelerazione nell'ultimo ventennio. Soprattutto per effetto di questo impressionante sviluppo del commercio internazionale e della globalizzazione dei mercati finanziari, è cresciuto enormemente anche il grado di interdipendenza tra i diversi sistemi economici. Con rarissime eccezioni, oggi, struttura e performance dell'economia dei singoli paesi dipendono, più o meno significativamente, da ciò che accade nel contesto economico internazionale. E questa interdipendenza tende ad essere tanto più rilevante quanto più l'economia di un paese è internazionalmente integrata, cioè quanto più elevato è il peso degli scambi internazionali sulla produzione complessiva di un paese. Un aspetto importante di

questa interdipendenza è l'internazionalizzazione della catena del valore alla base della produzione di beni e servizi (*outsourcing internazionale*); cioè il fatto che alcune fasi della produzione manifatturiera e alcuni servizi sono delocalizzati all'estero e sono combinati con quelli realizzati internamente.

Un secondo aspetto che rende lo studio dell'economia internazionale di particolare attualità è il processo di rapido sviluppo di *mercati globali* (o mondiali) per le attività finanziarie, per un numero crescente di beni e oggi, sempre più, anche di servizi, in atto negli ultimi decenni. La progressiva liberalizzazione degli scambi e il progresso tecnico, che ha ridotto costi di trasporto e costi di transazione, hanno favorito in molti settori l'integrazione di mercati nazionali in precedenza più o meno separati. In quei settori, pertanto, le imprese sono sempre più in concorrenza diretta con tutte le altre imprese che, indipendentemente dal paese nel quale operano, offrono gli stessi tipi di beni in un mercato ormai divenuto "globale". Di questo aspetto discuteremo soprattutto nel Capitolo 2.

Ma oggi l'attenzione per l'economia internazionale è spiegata soprattutto dal fatto che il contesto economico e politico internazionale è sempre più caratterizzato da una forte turbolenza. Questa turbolenza si è manifestata, negli ultimi decenni, in primo luogo attraverso il succedersi di eventi economico-politici, che hanno più volte modificato, e a volte profondamente, l'assetto delle relazioni economiche internazionali. Tra essi si può menzionare, negli anni ottanta, l'avvento nei mercati internazionali, come esportatori di manufatti industriali, dei cosiddetti NIC, i paesi di nuova industrializzazione del sud-est asiatico, come Singapore, Hong Kong, Corea del Sud, Malaysia ecc. La competizione di prezzo, che in molti comparti del manifatturiero questi paesi sono stati in grado di condurre, ha significativamente inciso sulla direzione dei flussi di scambio e sulla struttura della produzione anche nei paesi industrializzati. Un altro evento significativo è stato il passaggio all'economia di mercato che, alla fine degli anni ottanta, ha riguardato i paesi dell'Europa orientale e, a partire dall'inizio degli anni novanta, la Russia e le altre repubbliche dell'ex Unione Sovietica. Esso ha significato l'ingresso nei mercati internazionali di nuovi attori, dotati di una notevole capacità di produzione anche nei settori industriali, e di conseguenza un significativo aumento dei flussi di commercio internazionale e una ridefinizione della loro direzione geografica. Più di recente si possono menzionare gli effetti che nei mercati internazionali hanno avuto l'impetuosa accelerazione dello sviluppo economico della Cina, conseguente all'apertura internazionale della sua economia, e la crescente competitività dell'India in alcuni settori strategici.

Questa turbolenza si è manifestata, tuttavia, anche attraverso il succedersi di crisi finanziarie, che hanno poi avuto anche rilevanti effetti sulla produzione e sull'occupazione, negli ultimi anni anche assai estesi. Per restare ai tempi più recenti, possiamo menzionare la cosiddetta crisi delle "tigri asiatiche". Una crisi finanziaria che provocò un ritiro dei capitali da parte degli investitori stranieri e delle banche, generando un forte indebitamento da parte delle aziende ed una forte recessione economica. Scoppiata nel luglio 1997 in Thailandia, essa si propagò con gravi conseguenze anche a Taiwan, Malesia, Indonesia e Corea del Sud. È poi storia di oggi la crisi innescata dalla bolla speculativa del mercato immobiliare USA e dei fondi *subprime* nel 2007, che ha rapidamente coinvolto il sistema finanziario internazionale,

innescando di fatto nel 2008-2009 la più grave recessione mai sperimentata nei paesi industrializzati dopo la grande recessione degli anni trenta. I suoi effetti di medio-lungo periodo ancora si fanno pericolosamente sentire nel mercato finanziario e nell'economia reale negli USA ed in Europa.

Va segnalata, infine, la crescente rilevanza che le relazioni economiche internazionali sono andate assumendo per le scelte di politica economica, soprattutto in conseguenza dell'internazionalizzazione dei mercati finanziari, dell'impetuoso sviluppo del commercio internazionale, di cui si è detto, e del conseguente costante aumento del grado di apertura internazionale dei sistemi economici nazionali, che tende ad accrescerne l'interdipendenza. Ciò vale, sia per le politiche commerciali, che intervengono direttamente sugli scambi internazionali, sia per le politiche macroeconomiche di stabilizzazione, che incidono, e risentono, dei meccanismi di trasmissione dei loro effetti attraverso il mercato dei cambi e, più in generale, i mercati finanziari. Un significativo segnale di ciò è anche la rilevanza istituzionale e strategica che, soprattutto nell'ultimo quarto di secolo, sono andati assumendo alcuni organismi economici internazionali: l'*Organizzazione Mondiale per il Commercio* (WTO), i gruppi di coordinamento internazionale delle politiche economiche, in genere costituiti dai maggiori paesi industrializzati, come l'attuale G20, il *Fondo Monetario Internazionale*, la *Banca Mondiale*, ecc.

1.2 Campo d'indagine, metodo e articolazione dell'Economia Internazionale

1.2.1 Campo d'indagine

Il campo d'indagine dell'Economia Internazionale è costituito, come si è detto, dai problemi connessi agli *scambi internazionali* ed ai *pagamenti internazionali*. Gli scambi internazionali riguardano, sia il commercio internazionale di beni e servizi, sia la mobilità internazionale dei fattori produttivi, e in particolare, del lavoro (le *migrazioni internazionali*) e dei capitali (*investimenti diretti esteri* e *prestiti internazionali*). I pagamenti internazionali attengono a tutti gli aspetti relativi ai movimenti finanziari e monetari che intercorrono tra paesi diversi e riguardano: la *bilancia dei pagamenti* (che riflette lo stato dei conti con l'estero di ciascun paese), la determinazione e le variazioni dei *tassi di cambio*, l'analisi dei mercati finanziari e dei *flussi finanziari internazionali*.

Gli scambi internazionali presentano due caratteristiche specifiche, che li distinguono dalle transazioni che avvengono nei mercati interni. Ad esse si associano le principali questioni alle quali l'Economia Internazionale prova a dare una risposta. La prima caratteristica è che imprese e consumatori che scambiano beni e servizi nel mercato internazionale sono residenti in paesi diversi e, pertanto, le transazioni (gli scambi) avvengono attraverso frontiere politiche: Ne consegue che gli stati e i governi possono influenzare livello ed andamento gli scambi attraverso interventi di *politica commerciale*: ad esempio, imponendo dazi sulle importazioni di determinati beni,

introducendo sussidi alle esportazioni, o prevedendo varie forme di contingentamenti sui volumi di merci importate. A questa caratteristica si associano alcune questioni cruciali alle quali dare risposta: (i) perché cittadini di paesi diversi trovano conveniente commerciano tra loro? (ii) come si determina il prezzo relativo dei beni scambiati a livello internazionale? (iii) a chi vanno i vantaggi eventualmente derivanti dal commercio internazionale? (iv) in che modo i governi possono intervenire sui flussi commerciali e perché?

La seconda caratteristica delle transazioni internazionali è che gli agenti che scambiano utilizzano, di norma, valute differenti. Pertanto, variazioni del rapporto di cambio tra le valute possono influenzare, spesso molto significativamente, i termini degli scambi, cioè il prezzo effettivo al quale le merci vengono scambiate; fino a condizionare il fatto stesso che le transazioni abbiano effettivamente luogo. Per illustrare questo punto si può ricorrere ad un semplice esempio. Si consideri la scelta di un consumatore italiano che deve decidere se acquistare un computer made in USA, al costo ad esempio di 500 dollari, oppure un computer made in Italy al costo di, poniamo, 430 euro. Se i due computer hanno caratteristiche identiche, la scelta dipenderà dalla cifra in euro che il nostro consumatore deve sborsare per l'acquisto dell'uno o dell'altro computer. Supponiamo che il tasso di cambio sia di 1,2 dollari per ogni euro, il prezzo in euro del computer made in USA sarà allora di 416 euro e 66 centesimi ($\$500/1,2 = \text{€ } 416,66$). In questo caso, al nostro consumatore conviene acquistare il computer made in USA. Se, tuttavia, il dollaro si apprezza e il tasso di cambio passa a 1,1 dollari per ogni euro, il prezzo in euro del computer made in USA diventerà di 454 euro e 54 centesimi ($\$ 500/1,1 = \text{€ } 454,54$) ed al consumatore converrà acquistare il computer made in Italy. Una variazione del tasso di cambio può dunque cambiare i termini dello scambio e, come nel nostro caso, rendere non più conveniente una transazione internazionale che altrimenti avrebbe avuto luogo. Anche a questa caratteristica si associano, alcune questioni rilevanti alle quali l'economia internazionale prova a dare risposta: (i) da cosa dipendono livello e andamento del tasso di cambio? (ii) qual è l'effetto di variazioni del cambio su esportazioni e importazioni?, (iii) quali sono gli effetti delle politiche macroeconomiche di stabilizzazione, se si tiene conto della reazione dei tassi di cambio?

1.2.2 Metodo e articolazione

L'Economia internazionale si occupa, di scambi e pagamenti internazionali, sia con un approccio *descrittivo-istituzionale*, sia con un approccio *teorico-analitico*. L'analisi descrittivo-istituzionale è volta soprattutto a definire i "fatti rilevanti", o *fatti stilizzati*, inerenti agli scambi internazionali ed ai pagamenti internazionali, e a descrivere ed analizzare le condizioni istituzionali e contrattuali nelle quali scambi e pagamenti internazionali avvengono. Essa si occupa, in particolare di analizzare: (i) andamento e struttura degli scambi internazionali, (ii) ruolo e funzioni delle istituzioni economiche internazionali, (iii) termini contrattuali degli accordi economici internazionali di politica commerciale o valutaria.

L'approccio *teorico-analitico* utilizza le assunzioni e gli schemi logici (modelli) propri dell'Economia Politica per analizzare i fatti rilevanti descritti, analizzare la genesi e le caratteristiche delle istituzioni e degli accordi internazionali e valutare gli effetti e i meccanismi di trasmissione della politica economica internazionale. Ciò è finalizzato a: (i) spiegare livello, andamento e direzione dei flussi di scambi internazionali di beni (e di servizi commerciabili), (ii) spiegare livello, andamento e direzione dei flussi di fattori produttivi, lavoro e capitale, tra paesi, (iii) effettuare stime e previsioni sull'andamento futuro delle variabili rilevanti, (iv) individuare e mettere a punto idonee misure di politica economica per conseguire determinati obiettivi, ad esempio di stabilizzazione dell'economia, (v) definire assetti istituzionali e di governance delle relazioni internazionali e strutture contrattuali efficienti.

Convenzionalmente, in rapporto, sia al campo di indagine, sia all'approccio metodologico, lo studio dell'economia internazionale può essere diviso in due aree di analisi: l'analisi reale, della quale si occupa l'*economia degli scambi internazionali* (o teoria del commercio internazionale) e l'analisi monetaria, della quale si occupa l'*economia monetaria internazionale* (o macroeconomia internazionale).

Oggetto dell'*economia degli scambi internazionali* è lo studio delle cause degli scambi commerciali e delle loro conseguenze sull'economia nazionale e sul contesto globale. In particolare essa si occupa:

- a) dell'analisi del commercio internazionale di beni e servizi, delle migrazioni internazionali e della mobilità internazionale dei capitali, studiando per esempio: come le dotazioni dei fattori o la tecnologia influenzano la specializzazione internazionale di un paese, come i prezzi dei beni e prezzi dei fattori sono influenzati dalla specializzazione internazionale di un paese, come la specializzazione internazionale negli scambi accresce il welfare aggregato;
- b) dell'analisi delle politiche commerciali, dazi doganali, sussidi, contingentamenti, accordi internazionali, studiando come queste restrizioni al commercio hanno un impatto sul benessere dei un paese.

Oggetto dello studio dell'*economia monetaria internazionale* sono: il sistema dei pagamenti internazionali, il mercato dei cambi e le relazioni macroeconomiche internazionali. In particolare essa si occupa di questioni come:

- a) l'analisi dei mercati dei cambi e dei meccanismi di determinazione dei tassi di cambio;
- b) la trasmissione internazionale dell'inflazione e della disoccupazione;
- c) la formazione delle aree valutarie ottimali;
- d) l'analisi delle politiche macroeconomiche, sia quelle che operano dal lato della domanda (monetarie e fiscali) sia quelle che operano da lato dell'offerta.

All'*economia monetaria internazionale* è dedicata la seconda parte di questo volume. In essa, come si vedrà, adatteremo un approccio metodologico di tipo aggregato, basato su concetti propri della *macroeconomia*, come l'output aggregato o il livello generale dei prezzi e le loro fluttuazioni nel breve periodo. Utilizzeremo, pertanto, le tecniche ed i modelli propri della *Macroeconomia* per mettere a punto schemi logici e modelli idonei a spiegare i principali fatti stilizzati dei pagamenti internazionali e del funzionamento del mercato dei cambi e per analizzare impatto e meccanismi di trasmissione internazionale delle politiche macroeconomiche.

In questa prima parte del volume ci occuperemo, invece, prevalentemente di problemi attinenti all'*economia degli scambi internazionali*. Lo faremo utilizzando prevalentemente, *ma non esclusivamente*, le tecniche ed i modelli propri della *Microeconomia* per mettere a punto schemi logici e modelli idonei a spiegare i principali *fatti stilizzati* degli scambi internazionali e ad analizzare i vari aspetti delle politiche commerciali e degli accordi commerciali internazionali. Nel prossimo paragrafo si passano pertanto in rapida rassegna i principali fatti stilizzati (o fatti rilevanti) del commercio internazionale.

1.3 Il commercio internazionale: i principali fatti stilizzati

1.3.1 Esportazioni e importazioni

L'analisi del commercio internazionale richiede in primo luogo di descrivere e misurare il valore dei diversi tipi di beni e servizi che vengono scambiati tra paesi diversi, sulla base di transazioni commerciali. La misurazione delle transazioni commerciali consiste nel descrivere due elementi fondamentali: (i) quali e quanti beni sono scambiati a livello internazionale, (ii) tra quali paesi avvengono gli scambi dei diversi tipi di beni.

Preliminarmente è, tuttavia, necessario richiamare il significato di due termini che utilizzeremo abbondantemente per indicare i flussi internazionali di beni: le *esportazioni* e le *importazioni*: (a) le *esportazioni* misurano il valore complessivo delle vendite (di beni e servizi) all'estero da parte dei residenti di un paese; (b) le *importazioni* misurano il valore complessivo dei beni (e dei servizi) acquistati all'estero dai residenti di un paese.

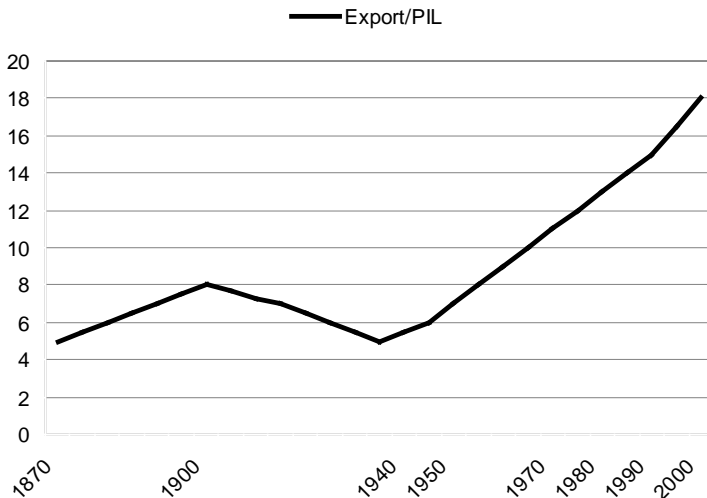
Si noti che, nella determinazione delle esportazioni e delle importazioni, riferite ad un singolo bene o a tutti i beni e i servizi, concettualmente rilevanti sono gli agenti coinvolti (cioè la loro cittadinanza), e non il luogo nel quale avviene lo scambio. Pertanto, se ad esempio, è un'importazione l'acquisto di un computer made in USA da parte di un cittadino italiano, va considerata concettualmente come importazione anche la spesa che un turista italiano effettua negli USA per l'acquisto di un pasto, o di un servizio di trasporto. Così come, se è esportazione la vendita di una partita di vini pregiati di produzione italiana in Germania, concettualmente va considerata come esportazione anche la spesa che un turista tedesco effettua per una permanenza in albergo in Costa di Amalfi. Ovviamente, poiché in ogni attività di scambio, ad una vendita corrisponde un acquisto, alle esportazioni di un paese corrispondono necessariamente importazioni di eguale valore di altri paesi.

1.3.2 La dinamica degli scambi e l'internazionalizzazione

Il commercio internazionale è una parte rilevante dell'attività economica complessiva. L'analisi della dinamica di lungo periodo degli scambi internazionali a

livello mondiale permette di evidenziare alcuni rilevanti regolarità, o *fatti stilizzati*. In primo luogo il fatto che il commercio internazionale in termini reali (cioè al netto della variazione dei prezzi) è oggi in fase di rapida espansione, ma anche che esso costituisce una componente sostanzialmente fragile della produzione mondiale, che può essere influenzata negativamente da eventi esogeni, sia politici, che economico-sociali. Nella *Figura 1a* è riportato l'andamento del commercio internazionale (misurato dalle esportazioni mondiali) rispetto al Pil mondiale tra il 1870 e il 2000. Come si vede, dopo una lunga fase di espansione durata oltre quarant'anni, tra il 1870 e il 1914, con lo scoppio della Grande Guerra si produsse una sostanziale contrazione del commercio internazionale, proseguita poi, per effetto della grande depressione degli anni trenta, fino alla fine della Seconda guerra mondiale.

Figura 1a - Esportazioni/PIL mondiale (valori percentuali 1870-2000)



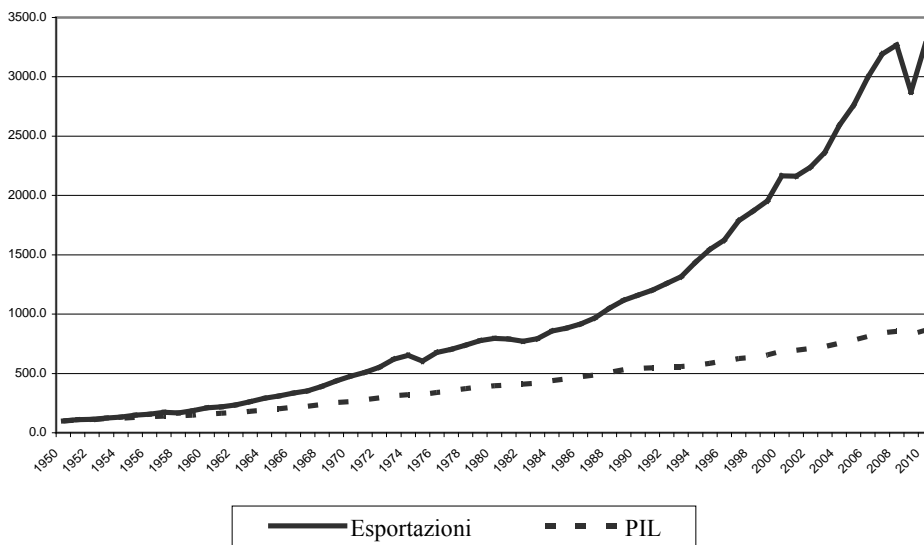
Fonte: World Trade Organization

Nel secondo dopoguerra, e in particolare dall'inizio degli anni cinquanta, il commercio internazionale è cresciuto, invece, in maniera considerevole in rapporto al PIL (*Figura 1b*). Nel periodo 1963-1979 il tasso di crescita medio annuale delle esportazioni mondiali è stato pari al 11,8% mentre quello del prodotto mondiale è stato pari al 6,1%. Pertanto, in tale periodo, il mondo ha sperimentato una crescente integrazione tra nazioni. Dopo il 1979, l'attività economica e l'integrazione internazionale sono cresciuti a tassi più moderati. Nel periodo 1979-1991 il tasso di crescita medio annuale delle esportazioni mondiali è stato pari al 4,4% mentre quello

dell'output mondiale è stato pari al 2.9%. Ma nei venti anni successivi il commercio internazionale ha ripreso a crescere a ritmi molto più sostenuti.

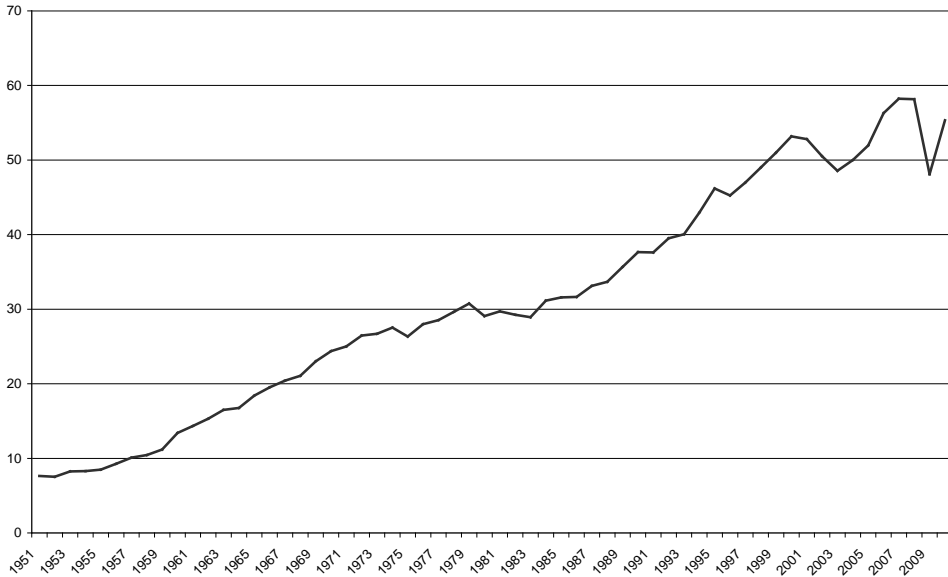
Negli ultimi decenni, in un gran numero di paesi è dunque molto cresciuto il peso del valore del commercio internazionale, dato dalla somma delle esportazioni e delle importazioni, sul *prodotto interno lordo* (PIL). Esso misura il *grado di apertura*, o di internazionalizzazione, di un'economia.

Figura 1b – Andamento delle esportazioni e del PIL mondiale (1950-2010)



Fonte: World Trade Organization

Nella *Figura 2*, a titolo di esempio, è riportato l'andamento del grado di apertura dell'economia italiana dal 1951 al 2010. Come si vede, un trend crescente sia della quota del commercio internazionale sulla produzione si registra già a partire dall'inizio degli anni '50, quando il grado di apertura della nostra economia era addirittura inferiore al 10%. Dall'inizio degli anni sessanta all'inizio degli anni ottanta il peso del commercio internazionale sul Pil è cresciuto di circa 20 punti percentuali, di pari passo con la prima fase di sviluppo dell'integrazione europea. Ma è dagli anni ottanta che, dopo una fase di stabilità, il grado di apertura dell'economia italiana è cresciuto a ritmi ancor più sostenuti, fino a superare il 50% nel 2000 e raggiungere quasi il 60% nel 2007, alla vigilia della grave crisi recessiva del 2008-2009.

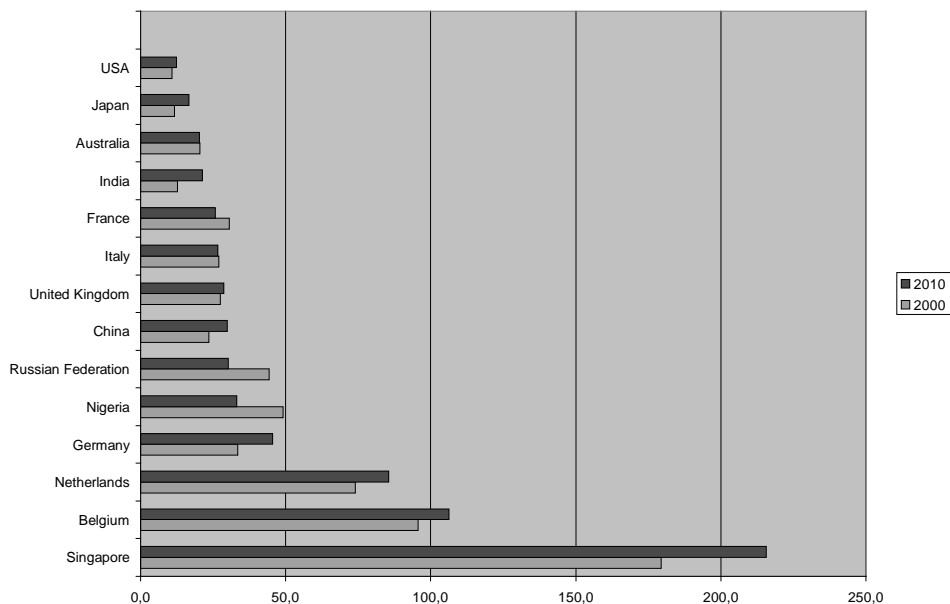
Figura 2 – Grado di apertura dell'economia italiana (1951-2010)

Fonte: ISTAT, OECD

Permangono, tuttavia, notevoli differenze tra paesi nell'indice di apertura al commercio internazionale, come mostrato nella *Figura 3*. Queste differenze dipendono da diversi fattori. Esse possono riflettere, in primo luogo, le differenze nella dimensione e nella struttura economica dei paesi. In linea di massima il grado di apertura risulta essere inversamente correlato alla dimensione dei paesi: negli USA ad esempio, paese leader nei mercati internazionali, il peso delle esportazioni non supera l'11% del PIL; in un paese molto piccolo, come il Belgio, l'export supera il 100% del PIL.

Un secondo fattore che può spiegare le differenze nel livello di internazionalizzazione delle economie è il peso del commercio di transito, che può elevare oltremodo il grado di apertura internazionale di alcuni paesi. È stato questo ad esempio il caso di Hong Kong, interessato da massicci flussi di commercio di transito, e pertanto caratterizzato da volumi dell'export che hanno superato in passato addirittura il 130% del PIL. Un ulteriore fattore è naturalmente il fatto che un paese faccia o meno parte di un'area di libero scambio: un'insieme di paesi tra i quali vi siano accordi, più o meno avanzati, di libera circolazione delle merci. È questo il caso, ad esempio, della Germania, che, pur essendo un paese grande, a causa della forte integrazione internazionale con gli altri paesi partner dell'Unione, presenta un grado di apertura assai più elevato rispetto a quello di altri paesi con caratteristiche simili. Può incidere infine sul livello di internazionalizzazione di un'economia la distanza geografica che lo separa dai principali paesi partner nel mercato internazionale. È questo, ad esempio, il caso del Giappone: un gigante dell'economia fortemente presente nei mercati internazionali, ma nel quale il peso delle esportazioni oscilla intorno ad appena il 10% del PIL.

Figura 3 - Grado di apertura per alcuni paesi (Export/PIL, 2000 e 2010)

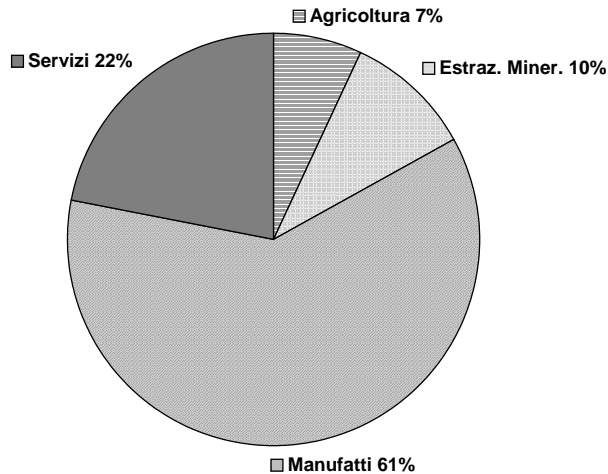


Fonte: UNCTAD

1.3.3 I flussi del commercio mondiale ed i prodotti scambiati

Quali prodotti scambiano oggi i paesi e in che modo l'attuale struttura dei flussi commerciali differisce da quella prevalente in passato?

I dati del commercio internazionale evidenziano che: (i) nel lungo periodo è in atto un progressivo declino del peso relativo dell'export dei beni primari (non combustibili), (ii) sempre nel lungo periodo, è, invece, in espansione il peso dell'export di manufatti industriali. Ne consegue che oggi, la maggior parte del volume degli scambi è rappresentata da *beni manufatti*, come automobili, computer, abbigliamento e macchinari. I *servizi*, come trasporto, assicurazioni, prestazioni legali e turismo contano per il 20% del volume degli scambi. Mentre i *prodotti minerari* (es. petrolio, carbone, rame) e i *prodotti agricoli* rappresentano una frazione relativamente piccola degli scambi.

Figura 4 – Composizione settoriale del commercio mondiale

Fonte: World Trade Organization 2010

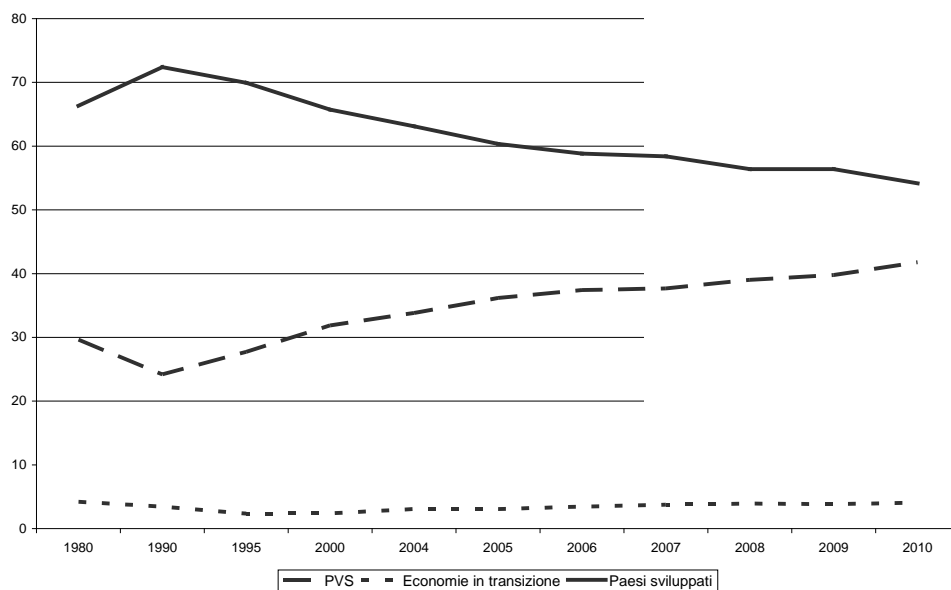
Questo quadro è frutto di una notevole trasformazione nella composizione merceologica del commercio internazionale, avvenuta nel corso della storia del capitalismo moderno. In passato, una grande quota del volume degli scambi era rappresentata da prodotti agricoli e minerari: nel 1910, ad esempio, il Regno Unito importava prevalentemente prodotti agricoli e minerari, sebbene i prodotti manufatti rappresentassero la maggior quota del volume delle sue esportazioni; sempre nel 1910, gli Stati Uniti importavano ed esportavano prevalentemente prodotti agricoli e minerari; alla fine del secolo i beni manufatti rappresentavano, tuttavia, di gran lunga la quota maggiore del volume delle importazioni e delle esportazioni di entrambi i paesi.

Negli ultimi decenni, tuttavia, anche i paesi in via di sviluppo e quelli a basso e medio reddito hanno modificato significativamente la composizione dei loro flussi commerciali: nel 1960, circa il 58% delle esportazioni dai paesi in via di sviluppo era rappresentato da prodotti agricoli e solo il 12% da beni manufatti; nel 2010, circa il 70% delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo era rappresentato da beni manufatti e meno del 10% da prodotti agricoli.

La maggior parte del commercio internazionale si sviluppa ancora significativamente tra paesi industrializzati (PI) e riguarda soprattutto i manufatti industriali. Della quota rimanente i flussi più rilevanti riguardano scambi che coinvolgono, nella veste di esportatore o importatore, un paese industrializzato. Se si fa eccezione dell'irruzione della Cina e dell'India nel commercio internazionale, ancora una percentuale relativamente esigua dei flussi di commercio internazionale riguarda scambi che coinvolgono due paesi in via di sviluppo. Ad ogni modo, a partire dal 1990 la situazione è notevolmente cambiata. È cresciuto significativamente il peso delle

esportazioni dei PVS, che passa da meno del 25% nel novanta a oltre il 40% nel 2010. Contemporaneamente si è ridotta la quota dell'export detenuta dai paesi industrializzati, che passa dal oltre il 70% del 1990, a circa il 55% nel 2010 (*Figura 5*).

Figura 5 – Quota delle esportazioni mondiali per gruppi di paesi (1980-2010)



Fonte: UNCTAD, Handbook of Statistics 2011

1.4L'economia degli scambi internazionali

1.4.1. Le questioni aperte e il metodo

Molto in sintesi, i principali fatti stilizzati del commercio internazionale che abbiamo individuato sono i seguenti:

- a) il commercio internazionale cresce più del Pil mondiale, contribuisce ad accrescere il grado di internazionalizzazione dei sistemi economici nazionali e coinvolge un numero sempre più elevato di paesi;
- b) la maggior parte degli scambi internazionali ruotano intorno ai paesi industrializzati, ma nell'ultimo quarto di secolo la quota dell'export dei PV è cresciuta considerevolmente;

- c) il commercio internazionale per oltre il 60% riguarda manufatti industriali; i PVS, in prevalenza, esportano prodotti primari e importano manufatti, ma ormai circa il 50% del loro export riguarda manufatti industriali.

A questi fatti stilizzati si aggiungono alcune questioni aperte, anch'esse oggetto di attenzione nell'ambito della teoria del commercio internazionale. Una prima questione attiene alla individuazione di quali siano i vantaggi, ed i possibili costi, dei fenomeni di crescente globalizzazione dei mercati dei beni e dei servizi (oltre che dei capitali finanziari). Dei problemi della globalizzazione ci occuperemo più in dettaglio nel Capitolo 2. Una seconda questione si riferisce al fatto che una quota assai rilevante della crescita del commercio internazionale, specie nel settore manifatturiero, è dovuta all'impetuosa espansione del cosiddetto *commercio intraindustriale*, consistente nell'interscambio di prodotti simili appartenenti alla stessa industria tra paesi con strutture produttive e livelli di sviluppo comparabili. Una terza questione riguarda l'individuazione dei fattori dai quali dipende l'andamento di lungo periodo del prezzo dei prodotti del settore primario, in rapporto a quello dei manufatti industriali; il progressivo peggioramento delle ragioni di scambio dei prodotti del settore primario – con l'eccezione delle fonti di energia – costituisce, infatti, una delle cause del fatto che i vantaggi del commercio internazionale siano andati prevalentemente ai paesi industrializzati.

L'*economia degli scambi internazionali*, con l'obiettivo di dare una risposta a queste e ad altre questioni aperte, studia, come in parte si è già detto: (i) le cause, la struttura ed il volume degli scambi internazionali, (ii) l'origine e la determinazione dei vantaggi del commercio internazionale ed il modo con il quale essi si ripartiscono tra paesi, o all'interno dello stesso paese; (iii) come si determinano i prezzi relativi dei beni e dei servizi a livello internazionale.

Si adotta come unità di analisi il singolo paese, che si identifica con il governo che prende decisioni per massimizzare il reddito e il benessere complessivo (nazionale). Ovviamente, il commercio internazionale è prevalentemente il risultato delle interazioni individuali tra residenti e stranieri e delle decisioni che imprese e consumatori prendono riguardo alla produzione, alla vendita ed all'acquisto di beni e servizi. Pertanto, la teoria dell'impresa e la teoria del consumatore sono utili strumenti analitici per studiare gli scambi internazionali al livello di decisioni individuali.

Si ignorano i problemi di disequilibrio macroeconomico, ricorrendo a due assunzioni strumentali: (i) che in ogni paese vi sia sempre pieno impiego dei fattori produttivi e (ii) che la bilancia commerciale aggregata di ogni paese sia sempre in equilibrio. L'approccio metodologico dei modelli di teoria del commercio internazionale che esamineremo si basa essenzialmente su meccanismi *microeconomici* di tipo *market clearing*: mercati di concorrenza perfetta nei quali l'interazione tra domanda ed offerta determina sempre prezzi di equilibrio in corrispondenza dei quali le scelte di tutti gli agenti sono soddisfatte.

Si terrà, tuttavia, conto del fatto che quello delle *relazioni economiche internazionali* è un sistema complesso nel quale il ruolo dei mercati è integrato in un sistema sociopolitico composto da "attori e istituzioni economiche potenti, come megaimprese, forti organizzazioni sindacali, interessi agroindustriali, che competono fra loro per formulare le politiche pubbliche su imposte, dazi doganali ecc. in modi che

favoriscano i loro interessi. E i più importanti tra questi poteri sono gli stati nazionali” (Gilpin [2003], p.39). L’analisi delle relazioni economiche internazionali richiede, pertanto, non solo “la comprensione di come funzionano i mercati e di come le forze economiche influiscono sui risultati economici”, basata sulle assunzioni e sui modelli economici propri della *teoria del commercio internazionale*, ma anche la comprensione di come i governi possono intervenire sul volume e sulla composizione degli scambi internazionali attraverso le politiche commerciali e di come il potere regolatorio degli stati si sia andato ridimensionando per effetto dei processi di globalizzazione dell’economia (dei quali si discute nel Capitolo 2).

L’approccio metodologico utilizzato nell’affrontare queste ed altre questioni, comune alla maggior parte dei modelli proposti, è, come si è detto, prevalentemente microeconomico e si basa sulle seguenti assunzioni:

- a) che i fattori produttivi siano perfettamente mobili, da un settore all’altro, all’interno dello stesso paese (*mobilità interna dei fattori*);
- b) che, tuttavia, i fattori produttivi non siano trasferibili da un paese all’altro (*immobilità internazionale dei fattori*);
- c) che i prodotti possono essere liberamente scambiati da un paese all’altro, senza una incidenza significativa dei costi di trasporto (*mobilità internazionale dei prodotti* e assenza di costi di trasporto).

In questi modelli, inoltre, si ignorano i problemi connessi con i pagamenti internazionali, assumendo che gli scambi abbiano luogo con un sistema di baratto, in cui la moneta svolge solo il ruolo di un velo, che non incide sui prezzi relativi.

1.4.2. Vecchie e nuove teorie del commercio internazionale

La teoria tradizionale del commercio internazionale spiega il commercio *inter-industriale* tra paesi con differenti caratteristiche (per esempio differenti dotazioni fattoriali) in termini di *vantaggio comparato*. Si tratta, in particolare della cosiddetta teoria dei costi comparati, proposta da David Ricardo all’inizio del XIX secolo, e della teoria della dotazione dei fattori, elaborata dagli economisti Heckscher e Ohlin (e completata da Samuelson) nella prima metà del XX secolo.

L’idea di fondo è che particolari caratteristiche economiche di un paese - ad esempio le diverse dotazioni di fattori delle quali i paesi dispongono - si combinino con alcune caratteristiche dei beni prodotti - ad esempio la proporzione dei diversi fattori produttivi necessaria a produrre i diversi beni - nel determinare (e spiegare) il *pattern of trade*, ossia il tipo di specializzazione internazionale di un paese. Differenze tra paesi nella struttura settoriale del commercio, pertanto, rivelano che alcuni paesi hanno un vantaggio comparato - in termini di maggiore produttività o minori costi - in alcune industrie, mentre altri paesi hanno un vantaggio comparato in altre industrie.

All’inizio degli anni duemila, ad esempio, Usa, Canada e Cina mostrano un avanzo commerciale nel settore alimentare, nel senso che in questo settore il valore delle esportazioni supera quello delle importazioni. Ciò segnala che questi paesi hanno un vantaggio comparato nella produzione di cibo, tra l’altro chiaramente ascrivibile, secondo questa chiave di lettura, all’abbondanza di terra che li caratterizza. Alcuni

paesi in via di sviluppo ed emergenti mostrano, invece, un vantaggio comparato nel settore dell'abbigliamento, rivelato da un avanzo commerciale in quel settore. Esso può essere ricondotto al fatto che si tratta di un'industria i cui prodotti sono realizzati relativamente più a buon mercato per la presenza di un'offerta abbondante di manodopera non qualificata in quei paesi.

Questo tipo di approccio è in grado di spiegare perché paesi diversi si specializzino e scambino prodotti diversi. Non spiega, tuttavia, l'impetuosa espansione, osservata negli ultimi decenni, del cosiddetto *commercio intraindustriale*, consistente nell'interscambio di prodotti simili appartenenti alla stessa industria, prevalentemente tra paesi con strutture produttive e livelli di sviluppo comparabili. Per esempio, i cosiddetti paesi industrializzati tendono ad esportare ma anche ad importare: prodotti chimici, automobili, attrezzature per telecomunicazioni, computer, prodotti meccanici di precisione, etc. Si tratta di un tipo di commercio internazionale che non può essere collegato al fatto che in questi settori i paesi mostrano un chiaro vantaggio (o svantaggio) comparato.

La cosiddetta *nuova teoria del commercio internazionale* (Krugman, Helpman, Lancaster, etc.) spiega il commercio *intra-industriale* tra paesi simili in termini di innovazione, economie di scala, differenziazione del prodotto. L'idea di fondo è che, oltre ai fattori della produzione (lavoro, capitale, terra), in diverse industrie, specie del settore manifatturiero, assumono rilevanza strategica l'*innovazione*, le *economie di scala*, la *differenziazione del prodotto*. I paesi avanzati competono tra di loro per sviluppare questi ingredienti fondamentali per il successo dell'export e questo spiega perché questo tipo di interscambio di beni appartenenti agli stessi settori (*commercio intra-industriale*) sia quello dominante ed in maggiore espansione tra i paesi avanzati.

2

La globalizzazione: fatti stilizzati e problemi aperti

2.1 Premessa

Come abbiamo visto nel *Capitolo 1*, soprattutto nel corso dell'ultimo ventennio, il PIL mondiale cresce più rapidamente della popolazione mondiale e le esportazioni mondiali crescono più rapidamente del PIL mondiale. Questa sostenuta dinamica del PIL, associata alla crescita della quota del PIL che è oggetto di scambi internazionali, costituisce uno degli aspetti economicamente più rilevanti della cosiddetta *globalizzazione*.

In effetti, soprattutto a partire dalla seconda metà degli anni ottanta, un fenomeno generalizzato di crescente *globalizzazione* (o internazionalizzazione) dell'economia ha costituito il carattere indubbiamente più rilevante del nuovo assetto delle relazioni economiche internazionali. Esso ha riguardato una crescente integrazione fra sistemi economici, conseguente all'espansione degli scambi internazionali di beni e servizi, ed un aumento dell'interdipendenza dei mercati internazionali (sia mercati finanziari, che mercati dei beni). Ma anche un aumento del flusso di lavoratori migranti, associato al sempre più elevato flusso di conoscenze che attraversano i confini nazionali. A ciò si deve aggiungere l'incredibile aumento della quantità e qualità di informazioni e della loro velocità di circolazione, rese disponibili dallo sviluppo della nuova tecnologia della informazione e della comunicazione (ICT), e la conseguente diffusione di modelli globali di consumo.

Questo complesso processo di internazionalizzazione ha inciso significativamente anche sul quadro politico e istituzionale delle relazioni internazionali, modificando e di fatto riducendo il ruolo degli stati nazione nel governo dell'economia. La *globalizzazione*, pertanto, può essere intesa come una *fase dell'integrazione economica internazionale, in cui il potere regolatorio dei governi viene meno*.

Ciò, naturalmente, non significa necessariamente che l'assetto attuale delle relazioni economico-politiche internazionali prescinda, o possa prescindere, dal ruolo dello stato nazione e dei confini e degli interessi dei singoli paesi. Come fa notare, infatti, Robert Gilpin nel suo *Economia Politica Globale*, nonostante le aspettative o le convinzioni di molti, siamo ancora ben lontani dall'aver superato un quadro internazionale nel quale le politiche e gli interessi nazionali, ed i sistemi economico-politici che fanno tradizionalmente riferimento agli stati nazione, svolgono ancora un ruolo assolutamente cruciale e spesso prevalente (Gilpin, 2003).

In questo capitolo ci occuperemo degli aspetti economici della globalizzazione, illustrandone i principali fatti stilizzati ed evidenziandone i principali problemi aperti che l'economia internazionale prova ad affrontare. Dopo averne evidenziato, nel §.2.2, la natura multidisciplinare, ripercorreremo, in estrema sintesi, le linee generali del dibattito sulla globalizzazione nel §.2.3. Illustreremo poi gli aspetti più rilevanti ed i principali problemi aperti della globalizzazione dell'economia, che maggiormente ci interessa in questo volume, passando in rassegna, nel §. 2.4, i principali fatti stilizzati dei processi di globalizzazione che stanno interessando il mercato dei beni, i mercati finanziari ed il mercato del lavoro. Il § 2.5 è dedicato a fornire un quadro d'insieme dei processi di internazionalizzazione che hanno interessato il sistema economico anche in passato, per segnalare le specificità con cui si presenta l'attuale fase storica di globalizzazione dell'economia. Infine nel §.2.6 ne individueremo sinteticamente le principali cause e nel §. 2.7 valuteremo i benefici e i costi della Globalizzazione, alla luce di quello che la teoria economica ha da dire a riguardo.

2.2 Globalizzazione: il nuovo paradigma

Una questione preliminare riguarda il significato stesso da attribuire al termine *globalizzazione*, anche alla luce della multidimensionalità degli aspetti, spesso anche di carattere non economico, ai quali si fa riferimento. Un punto sul quale si può concordare, a riguardo, è che il fenomeno della *globalizzazione* sia qualcosa di più, e per certi versi di diverso, dalla sola crescente internazionalizzazione dell'economia mondiale.

In realtà, non esiste un'idea universalmente condivisa di cosa sia effettivamente la *globalizzazione*, e di quali ne siano le cause e gli effetti; sostanzialmente perché non esiste una definizione univoca e sufficientemente generale di questo complesso fenomeno. Ciò perché le molteplici dimensioni ed i molteplici aspetti, anche culturali, della globalizzazione sono assai difficili da ricondurre a sintesi. Il modo migliore di procedere per fare chiarezza, prima di passare a discuterne gli aspetti più specificamente economici, è dunque quello di provare a condividere una *chiave di lettura* della globalizzazione e, su questa base, eventualmente individuarne e definirne alcuni caratteri principali.

Una chiave di lettura condivisibile e molto utile è quella suggerita da Helg e Mc Grew (2010), secondo i quali concettualmente la globalizzazione può essere considerata come un *nuovo paradigma* di riferimento: per gli economisti e più in generale per gli studiosi di scienze sociali, per i governanti ed i *policy maker* e, in ultima istanza, ormai anche per vasti strati dell'opinione pubblica mondiale. Questo *nuovo paradigma* consiste nella condivisione dell'idea che, nel mondo di oggi, non abbia più molto senso, e sia comunque inadeguato, un approccio basato sulla tradizionale separazione tra affari interni, o nazionali, ed affari esterni, o internazionali.

In questa ottica, per quanto riguarda il *profilo culturale e cognitivo*, la globalizzazione è innanzitutto *azione a distanza*, cioè condivisione della consapevolezza che fatti, eventi o azioni che hanno luogo in un determinato paese o area geografica siano destinati inevitabilmente ad avere effetti, più o meno rilevanti, in

un qualsiasi altro territorio, anche geograficamente molto lontano. Ma essa è anche *compressione spazio-temporale* della prospettiva in cui agenti individuali e collettivi compiono le proprie scelte. Rispetto anche al recente passato, sono, infatti, sempre più generalizzate la percezione e la consapevolezza del rapido processo in atto di *accorciamento delle distanze*, virtuali, fisiche e culturali, e di accelerazione impetuosa di forme di *comunicazione sempre più rapida*, rese possibili, ad esempio, dal progresso tecnologico nel settore della comunicazione e dell'informazione.

Per quanto riguarda il *profilo economico-politico-sociale*, sempre nella stessa ottica, la globalizzazione è il processo in atto di *accelerazione dell'interdipendenza*, economica e politico-sociale, tra individui, tra collettività, tra paesi. L'aspetto rilevante, a riguardo, non è solo il fatto che effettivamente, ad esempio sul piano economico, l'andamento dell'economia di tutti i paesi risenta molto più che in passato di ciò che accade altrove, ma anche e soprattutto il fatto che la consapevolezza di ciò influenzi le decisioni e le scelte degli agenti, dei governanti e dei *policy maker*. La globalizzazione è, in definitiva, *contrazione del mondo*, in un processo virtuale, se non reale, di progressiva erosione delle frontiere, percepito (e praticato ampiamente), ad esempio a livello dei modelli di consumo, o dell'informazione e della comunicazione. Si pensi a cosa ha significato, in termini di comunicazione, la diffusione della rete internet, o delle trasmissioni televisive via satellite, che hanno fortemente accelerato l'affermarsi di quello che oggi usiamo definire il villaggio globale, ma anche, come vedremo, il *mercato globale*.

Con riferimento più specifico alla sua *dimensione economica*, che prevalentemente ci interessa in questo volume, crediamo si possa condividere la seguente caratterizzazione della globalizzazione. Dal punto di vista dell'economia la globalizzazione può essere ragionevolmente considerata come un fenomeno complesso e multidimensionale, caratterizzato dai seguenti tre aspetti: (i) estensione dell'impatto territoriale dell'azione economica e sociale su scala interregionale ed intercontinentale; (ii) rivoluzione cognitiva sulla dimensione spaziale e temporale e sulla rilevanza internazionale dei fenomeni economici; (iii) evoluzione dell'organizzazione della comunità degli affari e degli scambi verso una società ed un'economia globali.

Questi elementi, anche nella logica della teoria economica, sono destinati ad avere inevitabilmente rilevanti effetti, non solo sul livello e sull'andamento della produzione e del reddito, ma anche sulla loro distribuzione, sulle opportunità offerte alle collettività ed ai singoli individui, sui risultati effettivamente conseguibili (in termini di benessere). Pertanto, come la storia degli ultimi anni ha ampiamente mostrato, la globalizzazione, accanto alla possibile crescita del PIL, inevitabilmente si associa ad una maggiore instabilità, a squilibri difficili da governare e a crescenti disuguaglianze. Naturalmente, conseguenza di ciò è la nascita prevedibile, e purtroppo sempre più dolorosamente osservabile nella realtà, di conflitti: fra gruppi, fra comunità, fra paesi, fra grandi aree etniche e religiose.

2.3 Il dibattito sulla globalizzazione: globalismo e antiglobalismo

Appunto per la sua natura di fenomeno fortemente multidimensionale, l'analisi dei molteplici aspetti della globalizzazione ha coinvolto un elevatissimo numero di studiosi, operanti nei vari campi delle scienze sociali, dando luogo ad un ampio dibattito impossibile da documentare, data la sua complessità. Anche limitando l'attenzione ai soli aspetti economico-politici della globalizzazione, che qui maggiormente ci interessano, il dibattito si caratterizza per una varietà di approcci teorici e metodi di analisi estremamente articolata e difficilmente riconducibile a sintesi, mentre il contrasto di opinioni e di giudizi sulle cause e sugli effetti della globalizzazione è, si può dire, assolutamente generalizzato¹.

Per dar conto, sia pure sinteticamente, della varietà di opinioni sulla globalizzazione, possiamo reinterpretare ancora la chiave di lettura economico-politologica proposta da Helg-Mc Grew [2010]. Secondo questa chiave di lettura, schematizzando, è possibile segnalare fundamentalmente due approcci alternativi alla globalizzazione: quello dei *globalisti*, secondo i quali la globalizzazione è fenomeno storico reale e rilevante, e quello degli *antiglobalisti*, secondo i quali la globalizzazione sarebbe piuttosto un "mito", che non ha effettiva corrispondenza nella realtà dei fatti.

2.3.1. Globalismo

Molto in sintesi, secondo i *globalisti*, la globalizzazione è un fenomeno reale fortemente multidimensionale e pertanto difficilmente misurabile. Di esso sono epifenomeni (cioè ne costituiscono espressione ed aspetti direttamente osservabili), tra gli altri, alcuni importanti processi in atto, variamente analizzati dagli economisti: (i) la crescente affermazione delle organizzazioni economiche multinazionali, o transazionali, (ii) l'impetuosa espansione della finanza - favorita dalla deregolazione e dal rapido affermarsi di mercati finanziari globali -, (iii) la crescente globalizzazione dei mercati dei beni e il conseguente impetuoso sviluppo degli scambi internazionali, (iv) il crescente affermarsi di modelli culturali globali (che tuttavia si sovrappongono ma non si sostituiscono a modelli più tradizionali e storicamente radicati), a cui si associano (v) modelli di consumo globali e sempre più internazionalmente standardizzati. Perfino il crescente processo di inquinamento osservabile a livello mondiale, a pensarci bene, può essere considerato come uno degli epifenomeni della globalizzazione.

La globalizzazione, pertanto, è un fenomeno estremamente complesso, che coinvolge, in contemporanea, diverse dimensioni della vita di relazione degli individui e delle collettività: quella economica, quella politica, quella tecnologica, quelle sociali e culturali. Dal momento che il processo di globalizzazione di queste diverse dimensioni della vita di relazione procede a ritmo differente, è inevitabile che, nel breve periodo, si generino fenomeni di preoccupante instabilità economica e politica, forti squilibri e a volte insopportabili diseguaglianze geografiche, economiche e sociali.

¹ Si rimanda a riguardo alla bibliografia riportata alla fine della prima parte del presente volume.

Da questo approccio conseguono tre proposizioni rilevanti. La prima è che la globalizzazione non è un fenomeno facilmente teorizzabile per varie ragioni: per la difficoltà di individuarne e misurarne i fatti stilizzati più rilevanti, per la difficoltà di individuarne con chiarezza le cause, per la difficoltà di valutarne gli effetti sulla base di indicatori condivisi ed attendibili. La seconda è che la globalizzazione ed i suoi effetti andrebbero valutati, con un approccio non ideologico, ma empirico-applicativo, riconoscendone luci ed ombre e, soprattutto, in una prospettiva di lungo e non di breve periodo. La terza proposizione è che andrebbero messi a punto strumenti e metodi di governo della globalizzazione in grado di valorizzarne gli effetti positivi - ad esempio in termini di aumento della ricchezza globale - e nel contempo di minimizzarne gli inevitabili costi - ad esempio in termini di instabilità dei mercati e aumento delle disuguaglianze e degli squilibri economici e sociali. Ma di questi strumenti, la nostra società, ancora organizzata politicamente sulla dimensione dello stato-nazione, nell'epoca presente non dispone, o non dispone appieno. Le attuali difficoltà di intervento sulla crisi dei debiti sovrani in Europa e l'apparente inefficacia delle azioni con cui i governanti stanno provando a contrastare l'azione dei mercati costituiscono un clamoroso esempio del ritardo con cui l'assetto della politica si sta adeguando alla globalizzazione dell'economia.

In base a questo modo di vedere, la questione centrale non è, dunque, il giudizio da dare sulla globalizzazione. Si tratta piuttosto di provare a misurare o quantificare gli effetti economici della globalizzazione e mettere a punto metodi condivisi di governo (assetti istituzionali e meccanismi di governance delle istituzioni e delle organizzazioni) e misure di politica economica effettivamente in grado di ridurre le conseguenze non desiderabili.

2.3.2. Antiglobalismo

Secondo gli *antiglobalisti* la globalizzazione, lungi dall'essere un fenomeno reale, sarebbe, invece, una sorta di "mito necessario", strumentale all'affermazione delle politiche liberiste e di *deregulation*, proposte con successo a livello internazionale, ma sui cui effetti sulla stabilità dell'economia mondiale e sulla distribuzione delle opportunità e delle risorse molto ci sarebbe da obiettare. Si osserva, ad esempio, che la causa prima della crisi che nel 2008 ha colpito mercato immobiliare e sistema finanziario negli USA, per trasformarsi rapidamente in una crisi globale, va ricercata appunto nelle politiche di deregolazione del mercato del credito e della finanza costantemente (e pervicacemente) seguite nell'ultimo quarto di secolo.

In realtà, secondo questa visione delle cose, la cosiddetta globalizzazione sarebbe in realtà una *nuova forma di organizzazione del capitalismo*, nella quale i blocchi ed i governi nazionali sono stati progressivamente sostituiti da nuove forme di controllo e indirizzo dei processi economici. Tra queste nuove forme di controllo e di indirizzo si possono annoverare alcune delle principali organizzazioni economiche internazionali, tra gli altri: il *G20* e le sue successive evoluzioni, il *Fondo Monetario Internazionale*, la *Banca Mondiale* e, soprattutto, la *Organizzazione Mondiale per il Commercio*. Si tratterebbe in tutti i casi, di istituzioni o organizzazioni le quali, al di là delle finalità

istituzionali originariamente ed esse esplicitamente attribuite, concorrerebbero a governare ed a garantire il nuovo imperialismo.

Questo assetto del capitalismo sarebbe, in particolare, un'espressione del crescente *dominio del capitale finanziario*, a livello mondiale. Di questo dominio sarebbero espressione evidente la globalizzazione dei mercati finanziari – favorita strumentalmente dalla liberalizzazione e dalla deregolazione di quei mercati - e la natura finanziaria di quasi tutte le crisi che hanno caratterizzato il capitalismo mondiale dal 1980 ad oggi. Questo dominio, pertanto, sarebbe destinato a riflettersi sempre più sulla instabilità finanziaria, che già caratterizza il sistema economico internazionale. L'origine finanziaria della crisi recessiva che ha colpito l'economia di quasi tutti i paesi più industrializzati nel 2008-09 e le caratteristiche dell'attuale crisi del debito che sta investendo l'Unione Europea potrebbero essere portate a sostegno e conferma di questo giudizio assai critico sulla globalizzazione².

Da questo quadro conseguono due implicazioni rilevanti. La prima afferma che la crescente instabilità che caratterizza il contesto internazionale sarebbe determinata esclusivamente dagli effetti distributivi indotti dal liberismo e dalla deregolazione dei mercati. La seconda afferma che, se questa interpretazione è vera, la globalizzazione allora è solo un mito necessario e funzionale all'affermazione di questa forma di capitalismo liberista, e non un fenomeno reale ed epocale e, per certi versi, inevitabile, come i più sostengono. Ne consegue che i fenomeni e le opzioni strategiche, ivi compresi liberismo e deregolazione, non sono affatto implicazioni necessarie della globalizzazione, e vanno pertanto considerate come opzioni di *policy* assolutamente reversibili.

Il problema del governo della globalizzazione, dunque, consisterebbe innanzitutto nello sforzo di superare il modello di *governance* liberista centrato sul predominio di mercati finanziari scarsamente regolati per passare ad un assetto delle relazioni economiche internazionali più attento alla stabilità dell'economia, alla riduzione delle disuguaglianze e della povertà ed all'inclusione economica e sociale delle masse sterminate, oggi escluse dal godimento dei vantaggi economici del cosiddetto processo di globalizzazione. Pur nel quadro di enormi differenze di analisi, gli *antiglobalisti* esprimono, dunque, un giudizio fortemente negativo, sia sulle cause e sugli effetti, sia sulle strutture di governo della globalizzazione, che poi sarebbero le strutture di governo del nuovo assetto di un capitalismo liberista e dominato dalla finanza.

Per quanto emerge da questa sintesi estrema del dibattito, si può dire che vi sia convergenza di opinioni solo su due aspetti. Il primo è che la globalizzazione - che sia il frutto di un determinismo storico o che sia strumentale all'affermazione del liberismo - è un fenomeno a volte sfuggente, estremamente complesso, multidimensionale e che, pertanto, non può essere utilmente compreso se non partendo da un approccio

² Nelle interpretazioni più antagoniste, la globalizzazione sarebbe addirittura un mito funzionale al ruolo crescente del potere militare ed economico, che nell'espressione della strategia portata avanti soprattutto dagli USA, sarebbe a sua volta funzionale e necessario a garantire le opzioni fortemente liberiste espresse dal cosiddetto *Washington Consensus*.

multidisciplinare. Il secondo è che la globalizzazione - comunque la si voglia interpretare - è il fenomeno epocale della fine del 20° e dell'inizio del 21° secolo, destinato a caratterizzare l'epoca in cui viviamo, consistente soprattutto: (i) nella crescita delle interazioni tra paesi, sistemi economici e popolazioni, e (ii) nell'aumento delle interazioni tra individui in ambito economico, tecnologico, sociale e culturale.

2.4 La globalizzazione dell'economia: i fatti stilizzati

Noi siamo interessati alle dimensioni più specificamente economiche *della globalizzazione*. Da questo punto di vista, il processo di *internazionalizzazione* in atto ha determinato: (i) un progressivo aumento del grado di *integrazione internazionale* delle economie di un numero sempre crescente di paesi e (ii) lo sviluppo di mercati globali, a dimensione mondiale, che, per un numero sempre maggiore di settori di attività, si sono andati sostituendo ai mercati a dimensione prevalentemente nazionale o regionale, che avevano caratterizzato l'economia nei decenni precedenti. Questi fenomeni di globalizzazione hanno riguardato e stanno riguardando sia i *mercati finanziari*, sia i *mercati dei beni*, sia il *mercato del lavoro*.

Vanno, pertanto, considerate principalmente tre dimensioni della globalizzazione: (i) la globalizzazione del mercato dei beni, ed i suoi effetti sul commercio internazionale e sull'integrazione dell'economia; (ii) la globalizzazione del mercato dei capitali, ed i suoi effetti sulle varie forme di mobilità internazionale dei capitali e sulla struttura del sistema finanziario e dei pagamenti internazionali, (iii) la globalizzazione del mercato del lavoro ed i suoi effetti sulle migrazioni internazionali e sull'assetto delle relazioni industriali e delle retribuzioni. Vediamo, dunque, quali sono alcuni dei principali *fatti stilizzati* che caratterizzano queste tre dimensioni della globalizzazione.

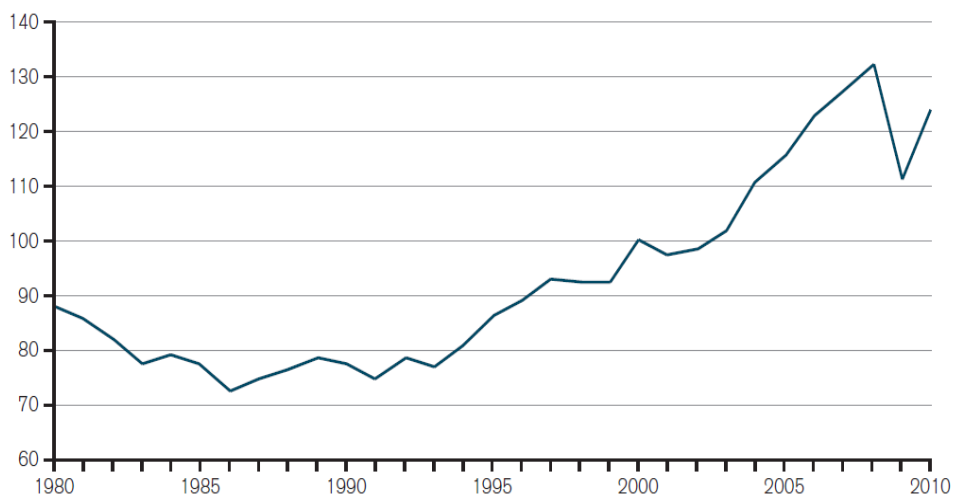
2.4.1. Mercato dei beni e commercio internazionale

Per quanto riguarda i mercati dei beni, un primo fatto stilizzato è lo sviluppo crescente di mercati globali per un numero sempre più elevato di prodotti (e di servizi). Esso è reso possibile, da un lato, dalla riduzione dei costi di trasporto e delle barriere tariffarie, dall'altro, dalla rapida espansione della cosiddetta *new economy*, nella quale l'attività di negoziazione e di scambio avviene, in tempo reale, via internet. Un aspetto specifico della globalizzazione dei mercati e del conseguente processo di crescente omologazione dei modelli di consumo è poi l'affermazione, in alcuni settori assolutamente generalizzata, di *marchi globali* per i beni di consumo.

Un secondo fatto stilizzato riguarda la forte espansione del commercio mondiale di beni e servizi. A partire dal secondo dopoguerra, esso, come abbiamo già visto, è cresciuto molto più velocemente della produzione mondiale. Ma questa crescita è stata particolarmente significativa soprattutto a partire dalla fine degli anni ottanta: la quota del commercio internazionale sul PIL - misurata come rapporto tra esportazioni mondiali e Pil mondiale - passa dal 12,5% dell'inizio degli anni '70, al 17% circa del 1990, raggiunge il 30% circa nel 2001, anno dell'attentato dell'11 settembre alle torri

gemelle, per assestarsi intorno al 27% circa a metà del decennio. L'andamento della quota delle esportazioni sul PIL mondiale tra il 1980 ed il 2010 è descritto nella *Figura 1*. A riguardo, i dati dell'*Organizzazione mondiale per il commercio (World Trade Organization)* indicano che dal 2005 l'interscambio mondiale di beni si è mantenuto al di sopra dei dieci trilioni di dollari; un valore circa sessantacinque volte superiore a quello registrato nella prima metà degli anni sessanta. Allo stesso modo, dall'inizio degli anni ottanta, è enormemente cresciuto anche l'interscambio di servizi (WTO, 2011).

Figura 1 - Andamento del rapporto export/Pil mondiale (indice: 2000= 100)

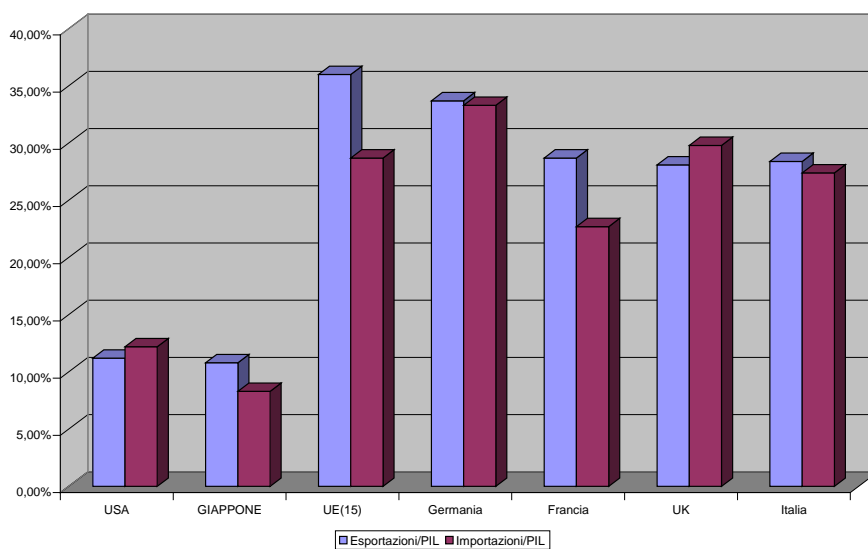


Fonte: WTO, World Trade Report 2011

Un terzo fatto stilizzato riguarda, come si è detto, l'aumento del grado di integrazione internazionale e del numero di paesi coinvolti nel commercio internazionale. Si tratta, come vedremo, di fenomeni attribuibili anche ai processi di integrazione regionale in atto in alcune aree geografiche e in particolare in Europa. Il livello di integrazione internazionale dell'economia di un paese è misurato dal *grado di apertura commerciale*, che riflette il rapporto tra la somma delle importazioni e delle esportazioni del paese ed il suo prodotto interno lordo ((import+export) / PIL). I dati ci dicono che, dagli anni '60 ad oggi, per i paesi avanzati, il *grado di apertura commerciale* è aumentato in media di oltre il 50%. La *Figura 2* illustra il peso delle esportazioni e quello delle importazioni sul Pil per alcuni dei principali paesi industrializzati. Come si vede, nel 2010, anche per effetto del processo di integrazione europea, il grado di apertura dei principali paesi dell'UE è molto elevato e addirittura superiore al 50% per Germania, Italia e Regno Unito.

Il commercio internazionale gravita, peraltro, ancora prevalentemente intorno ai paesi OCSE, mentre nel settore manifatturiero, tra i paesi in via di sviluppo (da ora PVS), esso ha coinvolto prevalentemente i cosiddetti *NIC (New Industrialized Countries)* dell'Asia orientale³. Tuttavia, nell'ultimo quarto di secolo, anche in conseguenza del crollo dei regimi comunisti in Europa Orientale, della dissoluzione dell'Unione Sovietica e dell'apertura dell'economia della Cina al commercio internazionale, il numero di paesi coinvolti negli scambi internazionali è significativamente aumentato.

Figura 2 - Grado di apertura commerciale per alcuni paesi rilevanti



Fonte: Nostre elaborazioni su dati WTO.

Questi processi hanno profondamente trasformato livello, composizione e direzione dei flussi commerciali a livello mondiale. Sta emergendo (di fatto è già emersa) una nuova geografia del commercio internazionale, che segnala che “il Sud (del mondo) si sta gradualmente muovendo dalla periferia del commercio globale al suo centro” (Unctad, 2004). L'accresciuta concorrenza nei mercati globali e le trasformazioni strutturali dell'economia stanno, infatti, modificando significativamente la divisione del lavoro a livello mondiale e quindi la specializzazione produttiva e commerciale dei diversi paesi.

³ Come si è visto nel Capitolo 1, la quota di scambi internazionali che coinvolge paesi OCSE rappresenta circa il 65% , mentre è significativamente cresciuto il commercio di manufatti industriali dei PVS.

A partire dall'inizio degli anni '90, e soprattutto nel corso dell'ultimo decennio, la posizione dominante dei paesi Ocse nel commercio mondiale di manufatti si è sensibilmente erosa, mentre è più che raddoppiata la quota di esportazioni di manufatti industriali dei paesi in via di sviluppo (PVS). È molto cresciuto, in particolare, il peso di alcuni grandi paesi emergenti, i cosiddetti BRIC: Brasile, Russia, India e Cina. I PVS, alla metà degli anni '80, esportavano manufatti per meno di un terzo delle loro esportazioni, combustibili per poco più di un terzo e per il resto materie prime; un quarto di secolo dopo, alla fine dello scorso decennio, le loro esportazioni di manufatti hanno raggiunto e superato i due terzi del loro export, mentre i combustibili non raggiungono il venti per cento e le materie prime superano appena il 10%. Circa il 40% dell'import di prodotti finiti dei paesi avanzati proviene ormai dai PVS. Questa nuova geografia degli scambi internazionali sta determinando ed è destinata a determinare, per i motivi che studieremo nel corso di questo volume, notevoli effetti distributivi sia tra paesi, sia, all'interno dei singoli paesi, tra settori e categorie.

2.4.2. Mercati finanziari e movimenti di capitali

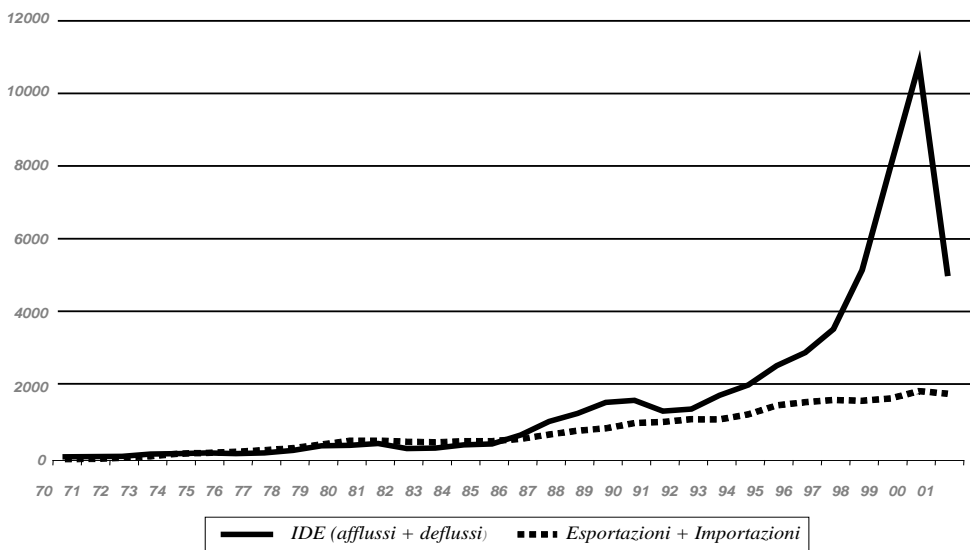
Per quanto riguarda i mercati finanziari, il principale fatto stilizzato della globalizzazione è il progressivo, ma rapido, affermarsi di un unico mercato globale dei capitali. Si tratta di un processo dovuto alle politiche di deregolazione nel settore della finanza e del credito, avviate già nella prima metà degli anni '80, ed alla crescente liberalizzazione dei movimenti internazionali di capitale. Un ruolo fondamentale si deve anche agli effetti della nuova tecnologia dell'informazione e della comunicazione (ICT), che ha enormemente facilitato l'acquisizione delle informazioni e la rapidità di reazione degli operatori. Di questo unico mercato, le singole Borse, specie quelle delle principali sedi dello *Stock Exchange* internazionale, rappresentano le diverse localizzazioni. Quindi non più mercati separati, nazionali o regionali, nei quali, separatamente si scambiano titoli, valute ed altre attività finanziarie, ma un unico mercato globale con una pluralità di localizzazioni.

Il principale effetto della globalizzazione dei mercati finanziari, che dà una misura della entità del processo di internazionalizzazione della finanza internazionale, è l'aumento del grado di integrazione finanziaria dell'economia di un numero crescente di paesi. Esso è misurato dal *grado di apertura finanziaria*, che riflette il rapporto tra il flusso netto di capitali ed il PIL di un paese. I dati ci dicono che, dagli anni '60 al 2000, il grado di apertura finanziaria per i paesi avanzati è aumentato di oltre il 70%. Per l'Italia il *grado di apertura finanziaria* è di circa l'1.6%, un valore non trascurabile considerando che si tratta di flussi netti.

Un secondo fatto stilizzato di particolare rilievo è che, a partire dagli anni '70, investimenti diretti esteri e investimenti di portafoglio sono aumentati in modo impressionante. Per quanto riguarda gli investimenti diretti esteri (da ora IDE), soltanto nel corso degli anni ottanta essi sono aumentati di sette volte (contro il raddoppio degli investimenti domestici); all'inizio del terzo millennio, tuttavia, l'ammontare degli IDE era di ben 4 volte maggiore che negli '80. Nella *Figura 3* è riportato l'andamento degli IDE, misurato come somma degli afflussi e dei deflussi, e messo a confronto con

quello degli scambi internazionali, misurato come somma delle esportazioni e delle importazioni mondiali, per il periodo 1970-2001. Come si vede, soprattutto a partire dalla metà degli anni '80, si registra un costante incremento degli IDE, superiore a quello degli scambi internazionali. Questo incremento diventa un'impetuosa crescita a partire dai primi anni '90, comunque enormemente superiore a quella, pur sostenuta, degli scambi internazionali. Si tratta di una espansione, che, dopo la fase di contrazione legata alla crisi innescata nel 2001 dall'attentato alle torri gemelle, ha ripreso vigore almeno fino allo scoppio della crisi recessiva del 2008-2009. Si noti tuttavia, che, nonostante questa impetuosa espansione, l'ammontare di IDE nei paesi in via di sviluppo è ancora notevolmente inferiore rispetto ai valori raggiunti all'inizio del ventesimo secolo, nel pieno dello sviluppo dell'era coloniale.

Figura 3 – Investimenti diretti esteri e scambi internazionali espressi in dollari (numeri indici, 1970 = 100)



Fonte: IMF e UNCTAD

Per quanto riguarda gli investimenti di portafoglio, essi possono essere approssimati dagli scambi valutari; questi ultimi superano di gran lunga quanto richiesto per finanziare flussi commerciali, IDE e flussi netti di capitale. Nel mercato dei cambi il volume degli scambi è passato, in pochi decenni, dai 20-30 mld di \$ al giorno, all'inizio degli anni '70, a circa 1.500 mld di \$ degli anni '90, con incremento

di otto volte rispetto al 1986, e questa impetuosa crescita è proseguita a ritmi ulteriormente accelerati nel ventennio successivo.

Il fatto è che è enormemente aumentato il capitale finanziario alla ricerca di collocazioni redditizie. fondi comuni di investimento e fondi pensione, negli anni immediatamente precedenti alla crisi del 2007-08, toccavano i 20 trilioni di dollari, dieci volte l'ammontare degli anni '80. Una parte rilevante degli investimenti esteri è finanziata da questi capitali. La natura a breve termine, speculativa e spesso assai volatile, degli enormi flussi finanziari che si muovono in questo mercato globale è alla base della forte instabilità finanziaria dell'economia globalizzata, alla quale è sempre più difficile per i governi nazionali far fronte.

2.4.3. Mercato del lavoro e migrazioni internazionali

Un forte processo di internazionalizzazione ha coinvolto anche il mercato del lavoro. Anche questo mercato ha sperimentato, infatti, negli ultimi decenni un processo di crescente globalizzazione, consistente in una costante crescita delle migrazioni internazionali. Ciò per effetto di almeno due fattori: (i) la crescente possibilità di confrontare livelli e modelli di consumo e stili di vita a livello internazionale, resa possibile dallo sviluppo della nuova tecnologia dell'informazione e della comunicazione (radio, televisione, internet, ecc.); (ii) la massiccia riduzione dei costi connessi con la mobilità fisica delle persone, non solo in termini di tempo impiegato - grazie allo sviluppo del trasporto aereo -, ma anche in termini di spese effettive, grazie alle condizioni sempre più vantaggiose dei servizi di trasporto.

Il processo di globalizzazione del mercato del lavoro, tuttavia, procede a ritmi più lenti rispetto a quello in atto nei mercati finanziari e nei mercati dei beni. Ciò innanzitutto a causa dei maggiori attriti che caratterizzano la mobilità internazionale del lavoro, derivanti dal peso della enorme incidenza che in questo mercato hanno i fattori sociali e culturali: differenze negli stili di vita, difficoltà di integrazione nei paesi di arrivo, necessità di servizi pubblici aggiuntivi ecc. Ma anche a causa del fatto che, al contrario di quanto accade negli altri mercati - e non senza segnali di evidente incoerenza - , la politica dei governi di molti paesi industrializzati è fortemente protezionista, con rilevanti limitazioni e controlli sui flussi migratori in ingresso.

Nella attuale fase storica i movimenti migratori si sviluppano prevalentemente in direzione Sud Nord, cioè dai paesi in via di sviluppo ai paesi di vecchia e di nuova industrializzazione, compresi alcuni paesi europei, come l'Italia, fino a pochi decenni fa origine di flussi migratori in uscita anche massicci.

2.4.4. I "nuovi attori" della scena internazionale

Un ulteriore fatto stilizzato di rilievo che caratterizza la globalizzazione dell'economia è la comparsa sulla scena internazionale di nuovi attori, le cui decisioni sono assai rilevanti. Essi operano nella maggior parte dei casi, accanto ai governi

nazionali; ma in alcuni casi - come nel caso delle multinazionali - essi operano, a volte, in luogo dei governi nazionali, con effetti assai rilevanti sull'economia.

Tra essi bisogna menzionare innanzitutto le *grandi corporations multinazionali*, che, già a partire dagli anni '70, esercitano un controllo crescente sulla produzione a livello mondiale e sulla sua distribuzione nelle diverse aree geografiche. La politica di investimenti esteri delle multinazionali è stata ed è uno dei motori fondamentali della internazionalizzazione dell'economia e delle direzioni geografiche di sviluppo (o di crisi) dei mercati globali.

In secondo luogo, i Gruppi internazionali di coordinamento delle politiche economiche, prevalentemente costituiti dai paesi economicamente più forti, come il G20, e l'*Organizzazione Mondiale per il Commercio* (WTO). Quest'ultima, istituita a seguito degli accordi di Marrakesh del 1994, essa opera come organizzazione finalizzata ad istituzionalizzare l'attività di negoziazione multilaterale tra paesi, finalizzata alla progressiva liberalizzazione degli scambi internazionali di beni e servizi, e svolge funzioni di organo di risoluzione delle controversie, dotata anche di un potere sanzionatorio verso i paesi che non rispettano gli accordi.

Sono attori rilevanti della globalizzazione dei mercati finanziari anche le banche di investimento, le agenzie di rating ed i grandi investitori internazionali. Così come lo sono, in definitiva, anche le sempre più numerose *Organizzazioni Non Governative* (ONG), che, a vario titolo, spesso operano proprio per contrastare gli effetti negativi dell'internazionalizzazione dell'economia (Baghwati, 2004).

2.5 Le epoche della globalizzazione

In realtà processi di internazionalizzazione dell'economia, consistenti soprattutto in un forte incremento tendenziale del peso del commercio internazionale sul PIL mondiale, non sono nuovi. Una forte espansione del commercio internazionale rispetto al PIL si è verificata, ad esempio, anche nel periodo della cosiddetta *mondializzazione*, dal 1870 al 1914. Periodo durante il quale si assistette ad un forte incremento dei flussi commerciali e, conseguentemente, dell'internazionalizzazione dell'economia. Baldwin e Martin (1999) suggeriscono, a riguardo, che, in realtà, nella storia economica mondiale si sono succedute due ondate di globalizzazione: una che va dal 1870 al 1914 e l'altra che va dal 1960 ad oggi (quest'ultima divisa in due fasi). Somiglianze e differenze caratterizzano le due ondate: negli anni '80, però, ha preso avvio un processo di integrazione globale senza precedenti, se confrontato con le altre due ondate di globalizzazione che hanno caratterizzato lo sviluppo del capitalismo moderno⁴.

⁴ Per un'analisi di dettaglio di queste differenze si può vedere il capitolo 1 del Rapporto della Banca Mondiale su Globalizzazione, crescita economica e povertà, curato da Collier e Dollar (2002)

2.5.1. La prima ondata di globalizzazione

La prima ondata di globalizzazione ha avuto luogo tra il 1870 e il 1914. Essa fu favorita: (i) dalla riduzione dei costi di trasporto, dovuta all'innovazione tecnologica: in particolare la diffusione della ferrovia e l'introduzione della navigazione a vapore; (ii) da politiche di liberalizzazione commerciale intraprese dai governi dei paesi avanzati, che portò ad una progressiva riduzione dei dazi doganali; (iii) dalla conseguente possibilità di sfruttare in modo più produttivo l'abbondanza di terra e di risorse naturali presente in molte aree geografiche non ancora toccate dallo sviluppo del capitalismo moderno e soprattutto nel continente americano. Ne conseguì un modello di specializzazione centrato prevalentemente sul commercio interindustriale, in cui i paesi in via di sviluppo si specializzano nella produzione di beni primari che esportano nei paesi industriali in cambio di manufatti.

I fatti stilizzati più rilevanti di questa prima era della globalizzazione furono: un aumento considerevole del commercio internazionale, che praticamente raddoppia nel periodo considerato, e una forte crescita dei flussi di capitale, soprattutto verso i paesi in via di sviluppo (Africa, Asia e America Latina). Ma il fenomeno che ha maggiormente caratterizzato quegli anni è stato, com'è noto, la forte crescita dei flussi migratori: massicci movimenti migratori dall'Europa verso il Nordamerica e alcuni paesi dell'America Latina (Argentina soprattutto), ma anche all'interno dell'Asia. Emigrarono in quegli anni circa 60 milioni di persone, il 10% della popolazione mondiale (Collier, Dollar [2003]).

Questa prima ondata di globalizzazione favorì un aumento del reddito senza precedenti, ma insufficiente a compensare l'aumento della povertà, che nel frattempo il processo di trasformazione dell'economia stava generando. Essa determinò una maggiore convergenza nei livelli di sviluppo tra i paesi industrializzati, favorita anche dall'emigrazione verso i paesi maggiormente dotati di risorse naturali e di terra. Ma determinò anche un crescente divario tra i paesi toccati dai processi di globalizzazione (si pensi all'impetuosa crescita economica degli Stati Uniti) e paesi non globalizzati. Il processo si esaurisce, tuttavia, con lo scoppio della prima guerra mondiale e per effetto della *Grande depressione* conseguente alla crisi finanziaria scoppiata con il tracollo della Borsa a Wall Street nel famoso venerdì nero del 1929.

Tra le due guerre mondiali, nonostante la crescita del progresso tecnologico e la diminuzione dei costi di trasporto, si verifica, infatti, un ritorno al nazionalismo e al protezionismo. Esso determina un sensibile passo indietro nell'integrazione economica, che colpisce le tre dimensioni della globalizzazione (commercio, flussi di capitali e migrazioni). In particolare, si assiste ad una forte contrazione del commercio internazionale: si pensi che alla fine degli anni '40 il peso del commercio internazionale sul PIL mondiale, dopo lunghi anni di contrazione, aveva raggiunto appena il livello del 1870. Rallenta il tasso di crescita del reddito, che diminuisce del 30% , mentre povertà e disuguaglianza continuano ad aumentare, nonostante prosegua, grazie al progresso nella medicina, l'aumento della speranza di vita.

2.5.2. *La seconda ondata di globalizzazione*

La seconda fase di globalizzazione ha preso avvio nel secondo dopoguerra ed ha coinciso con la prolungata fase di contrapposizione tra i due blocchi, quello occidentale dei paesi ad economia di mercato e quello dei paesi ad economia socialista, che ha caratterizzato la storia recente fino alla caduta del muro di Berlino. Essa ha determinato il ritorno del commercio mondiale ai livelli della I fase: nel 1970 la quota delle esportazioni sul commercio mondiale torna ad eguagliare il picco raggiunto nel 1913. Non si recuperano, tuttavia, i livelli della prima ondata della globalizzazione, né in termini di flussi di capitale, né in termini di movimenti migratori. Prosegue invece la diminuzione del costo delle comunicazioni

Le caratteristiche principali di questa fase furono: (i) la creazione di istituzioni economiche internazionali finalizzate a garantire l'assetto delle relazioni economiche tra i paesi occidentali: FMI e Banca mondiale; (ii) l'avvio di un processo semi-permanente di negoziazione multilaterale delle politiche commerciali, finalizzato a ridurre gli ostacoli allo sviluppo dei commerci: il GATT; (iii) l'avvio di processi di integrazione regionale "compatibili" con l'obiettivo della internazionalizzazione dell'economia: UE in particolare; (iv) il coinvolgimento nel processo di globalizzazione, in primo luogo dei paesi industrializzati aderenti all'OECD e, successivamente, dei paesi di nuova industrializzazione o in via di sviluppo dell'area dell'economia di mercato; (v) l'esclusione dal processo di globalizzazione dei paesi a vario titolo aderenti al blocco sovietico e della Cina.

L'attuale fase di globalizzazione prende l'avvio sul finire degli anni ottanta, grosso modo in coincidenza con la caduta del muro di Berlino ed il progressivo ingresso nell'economia di mercato dei paesi ex socialisti. I suoi caratteri prevalenti, come si è visto, sono qualitativamente molto diversi rispetto alle precedenti fasi di globalizzazione dell'economia mondiale.

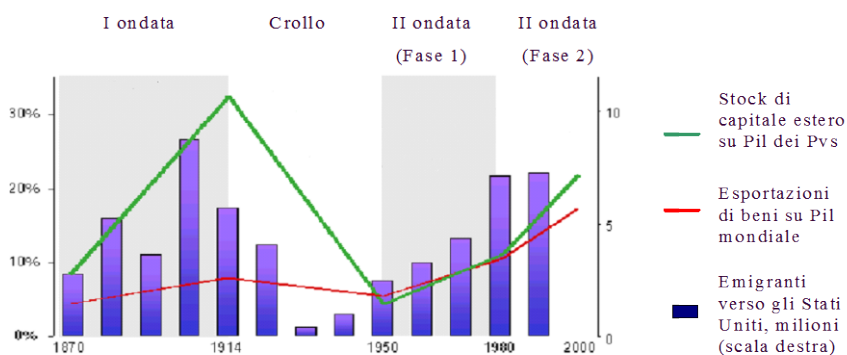
Il processo attualmente in corso, tuttavia, si distingue, in primo luogo, per la sua durata: il commercio internazionale cresce, infatti, costantemente più del PIL mondiale e, dall'inizio degli anni novanta, questa tendenza ha subito addirittura un'accelerazione. Ma esso si caratterizza, come abbiamo visto, anche per la sua consistenza, che deriva da una maggiore generalizzazione dell'espansione degli scambi internazionali a livello geografico, con il coinvolgimento, soprattutto a partire dalla seconda metà degli anni ottanta, di un numero molto più elevato di paesi. Basti pensare all'ingresso nel mercato internazionale dei paesi ex socialisti del blocco sovietico, o anche, più recentemente, all'enorme espansione degli scambi internazionali di grandi paesi emergenti, come l'India e soprattutto la Cina. Ciò si accompagna anche ad un aumento di squilibri e, conseguentemente, di conflitti più difficili da gestire che in passato.

Una ulteriore caratteristica dell'attuale fase di globalizzazione è poi il ruolo fondamentale svolto dalle politiche di liberalizzazione e deregolazione dei mercati e dallo sviluppo della nuova tecnologia dell'informazione e della comunicazione, che hanno radicalmente cambiato regole di funzionamento e dimensioni geografiche dei mercati: sempre meno mercati nazionali e sempre più mercati globali. A questo aspetto si associa, inoltre, il prevalere della dimensione finanziaria dei flussi economici internazionali, che ha determinato una conseguente maggiore instabilità dei sistemi economici. Di essa sono

espressione le crisi finanziarie che si sono succedute nel corso degli anni novanta e negli anni duemila delle quali si è detto del Capitolo 1. In definitiva, com'è stato notato, l'uso del termine globalizzazione, per descrivere l'insieme di questi fenomeni che stanno caratterizzando la nostra epoca, si giustifica soprattutto per la contemporaneità e la consistenza con la quale si presentano questi fatti.

Figura 5 – Le epoche della globalizzazione

Le due ondate della globalizzazione



Fonte: Baldwin e Martin (1999)

2.6 Le cause della globalizzazione

A determinare l'insieme dei fenomeni di internazionalizzazione che costituiscono l'attuale fase di globalizzazione dell'economia hanno concorso e concorrono una pluralità di fattori, di natura tecnologica, economica e politica. L'accelerazione del progresso tecnologico ha contribuito a ridurre l'incidenza delle *barriere naturali* che possono ostacolare lo sviluppo dei commerci. In particolare la riduzione dei tempi e dei costi di trasporto delle merci (e delle persone) ha favorito l'espansione degli scambi internazionali e lo sviluppo dei mercati globali. In un rapporto del Fondo monetario internazionale (IMF, 1997) è stata stimata la riduzione che si è verificata nella seconda metà del XX secolo per alcuni costi di trasporto e comunicazione. Le cifre sono impressionanti. Al netto dell'inflazione, ponendo pari a 100 il costo del trasporto aereo di un passeggero nel 1939, 60 anni dopo, nel 1990, tale prezzo si era ridotto, in termini reali, a circa 1/6 del valore originario.

La riduzione dei costi e le sempre maggiori opportunità offerte dalle nuove tecnologie della comunicazione e dell'informazione (ITC) hanno di fatto annullato il significato stesso di distanza geografica e determinato una drastica riduzione dei costi

delle transazioni internazionali. Ancora più impressionante di quella dei costi di trasporto e è stata, ad esempio, la caduta del prezzo del costo del telefono: il costo di una telefonata di tre minuti tra Londra e New York, posto inizialmente pari a 100, nell'arco dei cinquant'anni successivi alla seconda guerra mondiale si è ridotto addirittura ad 1,4. Inoltre, in tempi recenti sono sorti mezzi di comunicazione prima inesistenti, come internet e il sistema di posta e-mail, che hanno aperto possibilità di comunicazione prima impensabili a costi via via decrescenti, in misura anch'essa impressionante: per fare soltanto un altro esempio, il costo di utilizzazione di un satellite si è ridotto di 12 volte e mezza nel solo ventennio 1970-1990 e di altrettanto nel ventennio successivo.

Inoltre, il crescente sviluppo di nuove tecnologie immateriali, a minor contenuto di capitale fisico e quindi più facilmente implementabili anche in contesti non industrializzati, ha enormemente favorito la crescita degli investimenti diretti esteri nei paesi in via di sviluppo e la conseguente globalizzazione dei mercati.

Un ruolo assolutamente determinante hanno svolto anche, come si è detto, le scelte di politica economica e commerciale condivise dai paesi avanzati. Soprattutto a partire dagli anni '80, è stato perseguito, infatti, un forte indirizzo di liberalizzazione degli scambi e deregolazione dei mercati. Di questi processi sono stati espressione, innanzitutto, le politiche di deregolazione dei mercati finanziari avviate inizialmente negli Stati Uniti con l'avvento della presidenza di Ronald Reagan e successivamente perseguite ininterrottamente fino ad oggi. Esse sono all'origine, da un lato, della globalizzazione dei mercati finanziari degli anni novanta, dall'altro della crescente finanziarizzazione del sistema di economia di mercato e dei conseguenti fenomeni di instabilità che hanno periodicamente colpito l'economia mondiale.

Nei mercati dei beni l'espansione degli scambi internazionali e la globalizzazione crescente dei mercati è stata favorita e sostenuta dalle politiche multilaterali di liberalizzazione degli scambi e dalle politiche di integrazione regionale, che hanno ridotto (a livello regionale o multilaterale) le *barriere politiche* che possono ostacolare lo sviluppo dei commerci: sia barriere di confine (come dazi e restrizioni quantitative), sia *barriere interne* (come *standard* e regole discriminatorie). A ciò si devono aggiungere gli effetti delle politiche della concorrenza, che riducono le barriere all'entrata in certi mercati e pertanto ne favoriscono l'allargamento e l'internazionalizzazione.

La politica di integrazione internazionale e di progressiva riduzione delle barriere tariffarie e non tariffarie al commercio internazionale è stata perseguita (come vedremo più avanti) lungo due strategie di azione. Un processo di *negoziato multilaterale* delle politiche commerciali, realizzato nell'ambito del *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT), avviato già a partire dalla fine della seconda guerra mondiale. Esso ha avuto una significativa accelerazione con la istituzione, nel 1994, dell'*Organizzazione Mondiale per il Commercio*, in conclusione dell'ultima tornata di negoziati multilaterali condotta nell'ambito del GATT (il cosiddetto *Uruguay Round*). La seconda linea di indirizzo ha riguardato i processi di *integrazione regionale* sviluppati nel corso del dopoguerra. Primo fra tutti, il processo di integrazione economica dell'*Unione Europea*, ma anche i molti accordi di libero scambio o di

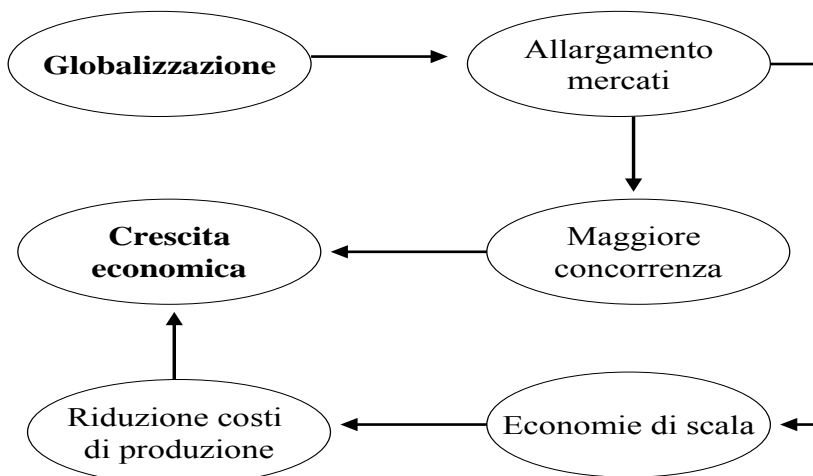
unione commerciale realizzati in altre aree geografiche (NAFTA, MERCOSUR, AFTA, LAIA ecc).

2.7 I benefici e i costi della globalizzazione dei mercati dei beni: cosa dice la teoria economica

2.7.1. Globalizzazione crescita e benessere

Secondo la teoria economica, la Globalizzazione dovrebbe determinare più luci che ombre. Dei possibili effetti della liberalizzazione e della conseguente globalizzazione dei mercati finanziari discuteremo nella seconda parte del volume (Capitolo 5). Per quanto riguarda il processo di globalizzazione dei mercati dei beni e dei servizi, esso dovrebbe favorire la crescita economica, secondo un meccanismo di causazione come quello descritto nella *Figura 4*. La globalizzazione si associa, infatti, ad un processo di allargamento dei mercati, nella misura in cui per un numero crescente di beni (e servizi), un unico mercato globale tende a sostituirsi ad un insieme di mercati nazionali, più o meno separati da barriere naturali, politiche e culturali. Ciò determina due effetti: (i) favorisce la concorrenza tra imprese nel mercato globale, di fatto erodendo le posizioni dominanti che imprese nazionali di grandi dimensioni potevano detenere in mercati nazionali relativamente ristretti, (ii) permette di realizzare economie di scala: sia *economie interne di scala*, dovute all'aumento delle dimensioni medie delle imprese, sia *economie esterne di scala* conseguenti alle aumentate dimensioni dei mercati.

Figura 5 – Gli effetti della globalizzazione sulla crescita economica



La maggiore concorrenza contribuisce ad accrescere il livello medio di efficienza delle imprese che operano sul mercato e la produttività dei fattori aumenta. La possibilità di sfruttare meglio le economie di scala, a parità delle altre condizioni, riduce invece i costi di produzione. L'accelerazione del tasso di crescita della produttività dei fattori e la progressiva riduzione dei costi di produzione favoriscono e stimolano, a loro volta, la crescita economica.

L'internazionalizzazione dell'economia dovrebbe, inoltre, accrescere il livello di benessere, nella misura in cui i paesi coinvolti nel processo di internazionalizzazione possono trarre vantaggio dall'espansione del commercio internazionale. Se i paesi si specializzano in base ai loro vantaggi comparati, essi traggono benefici dagli scambi perchè il commercio internazionale: (i) accresce produzione e produttività, (ii) espande le possibilità di consumo per ognuno dei due paesi, accrescendo la gamma delle combinazioni di beni ai quali si può accedere, e (iii) costituisce un modo alternativo alla produzione diretta e meno efficiente, per rendere disponibili beni e servizi a condizioni più convenienti.

2.7.2. I vantaggi della specializzazione

Questi aspetti saranno esaminati in dettaglio nel Capitolo 3. Vale la pena, tuttavia, illustrare brevemente gli effetti del commercio internazionale sulla produzione e sulla produttività attraverso un semplice esempio. Nella *Scheda 1* si ipotizza l'esistenza di un'economia mondiale composta da due soli paesi, Italia e Francia, e nella quale sono prodotte due sole merci, grano e stoffa. Entrambi i paesi dispongono di 100 ore di lavoro che impiegano nella produzione dei due beni con differenti livelli di produttività: in Francia un'ora di lavoro permette di produrre 6 quintali di grano oppure 2 metri di stoffa, mentre in Italia con un'ora di lavoro si produce soltanto un quintale di grano ma ben 4 metri di stoffa. In assenza di scambi internazionali, possiamo ipotizzare, per semplicità, che entrambe i paesi dedichino metà del lavoro disponibile a produrre grano ed l'altra metà a produrre stoffa. In questo caso, in Italia saranno prodotti 50 quintali di grano e 200 metri di stoffa e in Francia saranno prodotti 300 quintali di grano e 100 metri di stoffa; la produzione mondiale sarà pertanto pari a 350 quintali di grano e 300 metri di stoffa. Ipotizziamo ora che i due paesi commercino tra loro, specializzandosi nella produzione della merce in cui ognuna di esse possiede un vantaggio, per cui l'Italia produrrà stoffa e la Francia produrrà grano. In questo caso la produzione mondiale aumenta sensibilmente. Essa ammonterà a 600 quintali di grano, che corrisponde alla produzione di grano che si ottiene in Francia con 100 ore di lavoro, e 400 metri di stoffa, che corrisponde alla produzione di stoffa che si ottiene in Italia con 100 ore di lavoro.

Anche se estremamente semplice, questo esempio contiene *in nuce* l'essenza della globalizzazione economica: attraverso la specializzazione internazionale e attraverso la localizzazione delle attività produttive dove ognuna di esse gode di condizioni di più elevata produttività, la produzione complessiva aumenta.

Scheda 1. Un esempio dei vantaggi derivanti dagli scambi internazionali

	FRANCIA	ITALIA
Grano (q.li per ora di lavoro)	6	1
Stoffa (metri per ora di lavoro)	2	4
Ore di lavoro disponibili	100	100

A. Produzione in condizioni di autarchia ripartendo il lavoro in parti uguali tra le due produzioni:

	FRANCIA	ITALIA
Quintali di grano	300	50
Metri di stoffa	100	200

B. Produzione resa possibile dalla specializzazione internazionale:

	FRANCIA	ITALIA
Quintali di grano	600	-
Metri di stoffa	-	400

Inoltre, in presenza di “economie di scala” (diminuzione del costo medio di produzione all’aumentare della dimensione produttiva), le quali costituiscono una fonte decisiva della crescita economica, la specializzazione della produzione porta con sé ulteriori aumenti della produttività, rafforzando i benefici della globalizzazione. La globalizzazione, così come il commercio internazionale, non è quindi un gioco a somma zero ma produce dei vantaggi, in termini di maggiore produttività e di più elevata produzione, che andranno ripartiti tra i paesi partecipanti al processo produttivo mondializzato.

Nonostante la sua semplicità, l’esempio sopra riportato è sufficiente a spiegare la dinamica interna del processo di globalizzazione che abbiamo descritto. L’aumento della produttività derivante dalla specializzazione conduce ad un ampliamento continuo degli scambi internazionali, in direzione della formazione di un mercato mondiale, e, così facendo, rende sia i paesi, sia i singoli operatori economici sempre più interdipendenti.

Scheda 2. La teoria dei costi comparati e i suoi sviluppi

Quella che è stata qui presentata è la versione più semplice della “legge dei vantaggi comparati”, o “teoria dei costi comparati”, che David Ricardo formulò già nel 1817. La letteratura successiva ha esteso questa teoria, per renderla più aderente alla realtà, in quattro direzioni:

(a) generalizzando il risultato ottenuto, dal semplice modello a due paesi e due merci, alla più realistica situazione in cui si abbiano molte merci e molti paesi (cfr. Dornbusch, Fischer e Samuelson, 1977).

(b) sottolineando come, agli aumenti di produttività ottenuti localizzando le attività produttive laddove esse godono di un qualche vantaggio comparato, e sfruttando i vantaggi della specializzazione che ne conseguono (economie di scala “statiche”, preesistenti all’apertura degli scambi internazionali), vadano ad aggiungersi i guadagni di produttività che sono di solito ottenuti, successivamente, concentrando gli sforzi di ricerca e di innovazione nelle attività nelle quali ogni paese si specializza; si parla in questo caso di economie di scala “dinamiche”, che sono nel lungo periodo il motore principale della crescita economica;

(c) estendendo il modello all’analisi delle modalità di internazionalizzazione degli altri mercati: il mercato finanziario, che ha assunto in questa fase storica il ruolo di elemento propulsore del processo di globalizzazione dell’economia mondiale e il mercato del lavoro, per i flussi internazionali di lavoratori che emigrano dai paesi a bassi salari verso i paesi dove il fattore lavoro è meglio retribuito, in continuo aumento;

(d) estendendo il modello all’integrazione internazionale dei processi produttivi. Grazie all’impressionante riduzione dei costi di trasmissione delle informazioni avvenuta nella seconda metà del secolo scorso, è ormai pratica comune delle imprese organizzare la produzione localizzando ogni singolo stabilimento laddove si presentano vantaggi comparati. Il principio sulla base del quale hanno luogo questi processi di “delocalizzazione” è totalmente analogo a quello descritto nell’esempio precedente (anziché localizzare la produzione di una singola merce in una particolare nazione, si localizzano le differenti fasi produttive nei luoghi più appropriati a permettere lo sfruttamento dei vantaggi comparati e delle economie di scala possibili).

Una conseguenza di ciò è che tornare indietro dai processi di globalizzazione verificatisi è praticamente impossibile, in quanto comporterebbe la rinuncia ai guadagni di produttività conseguiti con la precedente integrazione, e questo creerebbe tensioni politico-sociali probabilmente insostenibili. Nella realtà il processo che è stato qui descritto, semplificandolo come passaggio da una fase di autarchia e completa separazione delle economie di due paesi a una fase di completa integrazione commerciale tra di esse, ha avuto, ed ha, per sua natura, una dimensione precipuamente dinamica, che è stata ben colta, ad esempio, da Eric Hobsbawm, per il quale “la globalizzazione è un processo storico che senza dubbio si è accelerato negli ultimi dieci anni, ma che consiste di una *trasformazione permanente*” (Hobsbawm, 1999, pag. 56).

2.7.3. Globalizzazione e distribuzione

Ma la globalizzazione è destinata ad avere anche effetti distributivi, sia tra paesi, sia tra categorie e classi sociali all'interno di ciascun paese. Come è evidente dall'esempio presentato, la globalizzazione aumenta l'efficienza produttiva mondiale ma, di per sé, le teorie che la hanno sinora studiata non forniscono indicazioni sul modo in cui i vantaggi che essa procura in termini di maggiore produzione vadano ripartiti. La distribuzione dei vantaggi derivanti dall'internazionalizzazione e dalla crescente integrazione internazionale tra paesi dipende, come vedremo più avanti, dalle *ragioni di scambio*, cioè dai prezzi relativi dei beni che i due paesi producono, e dal loro andamento nel tempo. In generale, per un paese, la diminuzione del prezzo relativo dei beni esportati riduce i vantaggi derivanti dall'internazionalizzazione, mentre la diminuzione del prezzo relativo dei beni importati accresce questi vantaggi (e viceversa, se si considera un aumento dei prezzi relativi). Gli effetti distributivi dei processi di internazionalizzazione all'interno di ciascun paese sono dovuti al fatto che, come vedremo in seguito, una maggiore apertura dell'economia agli scambi internazionali tende a favorire imprese, lavoratori e proprietari dei fattori produttivi che operano nei settori di esportazione a danno, in certo senso, di chi opera nei settori di importazione. Ne consegue che le trasformazioni strutturali nei modelli di specializzazione produttiva messi in moto, ad esempio nel caso dei paesi in via di sviluppo, dalla globalizzazione, hanno avuto, e sono destinati ad avere, effetti molto rilevanti su profitti, rendite e salari nei vari settori di attività.

Le modalità di ripartizione dei benefici della globalizzazione possono, quindi, dar luogo a conflitti e contrapposizioni tra le diverse nazioni e tra i differenti gruppi di operatori. L'esistenza di un problema distributivo dà al concetto di globalizzazione una dimensione politica immanente.

2.7.4. Fallimenti di mercato e governo della globalizzazione

Va infine sottolineato, tornando all'esempio considerato, che esso confronta due situazioni di equilibrio di lungo periodo: un equilibrio autarchico con economie essenzialmente chiuse agli scambi internazionali ed un equilibrio basato sull'internazionalizzazione e sulla specializzazione produttiva. Col nostro esempio abbiamo evidenziato come il secondo tipo di equilibrio sia più vantaggioso per il mondo nel suo complesso rispetto al primo. È possibile immaginare, ed è normalmente fatto nei modelli che studiano il problema, che tale vantaggio spingerà gli operatori economici a preferire il secondo tipo di equilibrio, operando appunto nella direzione della specializzazione e della globalizzazione dell'economia.

Nulla è però detto, perché nulla è possibile dire a questo livello di semplificazione, riguardo al modo in cui il sistema si muoverà dall'uno all'altro equilibrio. Per farlo occorrerebbe specificare le leggi di movimento dei vari mercati coinvolti e la rapidità con la quale in ognuno di essi hanno luogo i cambiamenti. Pur rimanendo al livello di semplificazione dell'esempio fatto, è comunque possibile ipotizzare che gli spostamenti in esso indicati - di una parte dei lavoratori italiani che si spostano dalla

produzione di grano a quella della stoffa e di una parte dei lavoratori francesi che si spostano dalla produzione della stoffa a quella del grano – possano dare luogo alla disoccupazione di molti lavoratori di entrambi i paesi, a partire da quelli che non possiedono le caratteristiche professionali per svolgere il nuovo lavoro. Ma la disoccupazione coinvolgerebbe anche alcuni imprenditori, quelli che non sono in grado di esprimersi al meglio nella produzione in cui il paese ha un vantaggio comparato, o non sono in grado di ottenere i prestiti necessari per modificare e riorganizzare la produzione. Nell'esempio fatto, dunque, potranno aversi fallimenti nei mercati del lavoro, consistenti nella diffusione della disoccupazione.

In generale è possibile dire che, quanto più ampi sono i cambiamenti necessari perché si passi dal vecchio al nuovo equilibrio, tanto maggiori saranno le difficoltà che gli operatori incontreranno e la probabilità che nel corso del cambiamento si determinino "fallimenti" in uno dei mercati coinvolti e che i fallimenti possano propagarsi successivamente ad altri mercati. L'attuale fase della globalizzazione è caratterizzata, come si è visto, da vorticosi cambiamenti del sistema dei vantaggi competitivi delle diverse aree del mondo (o vantaggi comparati, nella terminologia del nostro esempio), indotti soprattutto dalla rapida crescita tecnologica e produttiva di grandi paesi, i cosiddetti BRICS, sino a qualche anno fa sottosviluppati (Cina, India, Brasile, Sud Africa)⁵. Si assiste, nel contempo, ad una fase di stasi dei paesi più sviluppati, che incontrano difficoltà a mantenere i vantaggi tecnologici che avevano conseguito nel passato, e che permettevano loro di ottenere redditi molto più elevati del resto del mondo. Essi, nella misura in cui non riescono a mantenere questi vantaggi, perdono progressivamente competitività rispetto ai BRICS. In una tale situazione è probabile che i costi di aggiustamento imposti dalla dinamica endogena dei processi di globalizzazione siano talmente elevati da spingere alcuni paesi ad attuare politiche di difesa dalla concorrenza estera, potenzialmente distruttive dei vantaggi della globalizzazione. È per questo che ormai molti autori ritengono che, se la globalizzazione non sarà governata in modo da evitare fallimenti di mercato dalle conseguenze troppo gravi per i singoli paesi, si rischia che il mondo si avviti in politiche protezionistiche che potrebbero produrre effetti altrettanto esiziali di quelle che aggravarono la crisi degli anni trenta del secolo scorso⁶.

⁵ BRICS è l'acronimo di un'organizzazione internazionale di coordinamento che comprende i più grandi paesi emergenti, nata nel 2010 con l'inclusione del Sud Africa nel gruppo dei BRIC (Brasile, Russia, Cina e India). Con l'eccezione della Russia i BRICS sono paesi di nuova industrializzazione che si distinguono, tuttavia, per il peso demografico ed economico che hanno sulla scena internazionale. All'inizio del 2012, i cinque BRICS rappresentano circa un terzo della popolazione mondiale, con un reddito complessivo di 13,6 trilioni di dollari ed un ammontare di riserve stimato di circa 4 trilioni di dollari.

⁶ I più rilevanti studi che hanno sottolineato questo pericolo sono stati quelli di Stiglitz (2006), già prima della recente crisi finanziaria mondiale, e di Rodrik (2011).

3

Il commercio interindustriale: i modelli di riferimento

3.1 La teoria standard del commercio internazionale e i vantaggi del libero scambio

Nel capitolo precedente abbiamo visto che uno dei benefici della globalizzazione è rappresentato dai vantaggi della specializzazione produttiva internazionale: se i paesi si concentrano nelle produzioni dove sono più efficienti o, richiamando un concetto caro agli economisti, dove il *costo opportunità* è più basso, il prodotto mondiale aumenta e, pertanto, prescindendo dalle questioni distributive, il *welfare* aggregato aumenta.

Questo risultato, così seducente nella sua semplicità, è alla base degli argomenti ritenuti più convincenti circa gli effetti benefici della globalizzazione, laddove le implicazioni legate all'impatto della globalizzazione finanziaria sono più controverse. Ciò che sorprende è che questo risultato, così significativo per capire il dibattito attuale sulla globalizzazione, ha radici lontane. Come si è detto in precedenza, la teoria dei costi comparati di David Ricardo, nonostante sia stata formulata duecento anni fa, è una spiegazione chiara e rigorosa dei vantaggi della specializzazione produttiva in un contesto di libero scambio.

Diventa allora utile analizzare in dettaglio le teorie tradizionali del commercio internazionale perché contribuiscono a gettare luce sugli aspetti basilari del dibattito contemporaneo sulla globalizzazione reale. È per andare incontro a tale finalità che in questo capitolo esamineremo:

- a) *il modello ricardiano, basato sulle differenze tra paesi nella tecnologia (differenze espresse in termini di produttività o coefficienti unitari di lavoro);*
- b) *il modello neoclassico di Heckscher-Ohlin, basato sulle differenze tra paesi nelle loro dotazioni fattoriali relative.*

I due modelli sono esemplificativi di quelle teorie del commercio internazionale basate sul *vantaggio comparato*, ossia su quel vantaggio relativo derivante dalle differenze tra paesi in alcune caratteristiche economiche specifiche, come la tecnologia o la dotazione relativa dei fattori. Nell'ambito delle teorie del vantaggio comparato, le caratteristiche economiche che rendono differenti i paesi si combinano con le caratteristiche che rendono differenti i beni oggetto di scambio e danno origine al commercio internazionale di tipo *interindustriale* dove il *pattern of trade* (cioè “chi” esporta/importa “cosa”) è chiaramente definito. L'esempio illustrato nel capitolo precedente è un caso di commercio interindustriale, stoffa contro grano, dove il *pattern*

of trade è così configurato: la Francia (l'Italia) esporta (importa) grano e importa (esporta) stoffa.

È importante ricordare incidentalmente che, mentre le teorie tradizionali basate sul vantaggio comparato spiegano il commercio di beni appartenenti a settori diversi, le nuove teorie del commercio internazionale sviluppate a partire dalla fine degli anni '70 del secolo scorso spiegano il commercio *intraindustriale*, ossia lo scambio di beni appartenenti agli stessi settori (per esempio, esportazioni di automobili contro importazioni di automobili). Chiaramente, nel nuovo approccio che spiega lo scambio intrasettoriale, non viene più definito un *pattern of trade* basato sul vantaggio comparato. Infatti, nelle nuove teorie, le cause del commercio internazionale non derivano più dalle differenze tra paesi ma da altri fattori importanti come, ad esempio, le economie di scala, la differenziazione del prodotto, la diffusione delle innovazioni. Tali fattori sono cruciali nella competizione internazionale tra paesi avanzati, paesi caratterizzati da una sostanziale somiglianza nel reddito procapite, nella composizione della domanda, nelle dotazioni fattoriali, nel livello della tecnologia. Come illustrato nel capitolo precedente, i fatti stilizzati associati alla seconda ondata di globalizzazione mostrano una continua crescita del commercio intraindustriale nel secondo dopoguerra e, pertanto, le nuove teorie del commercio internazionale sono state sviluppate per spiegare questa evoluzione.

In ogni modo, ritornando alle teorie tradizionali basate sul vantaggio comparato, anche queste ultime si rivelano utili per inquadrare alcuni aspetti del dibattito sulla globalizzazione e dare sostegno ai fatti stilizzati recenti. Come già si è detto, il modello ricardiano offre supporto alla visione che la globalizzazione sia benefica sul fronte dell'integrazione reale perchè il commercio internazionale, attraverso la specializzazione produttiva dei partner commerciali, accresce il reddito e il *welfare* aggregati. Anche il modello neoclassico di Heckscher-Ohlin porta alla conclusione che il passaggio dall'autarchia al libero scambio accresce il reddito aggregato, ma con la differenza sostanziale che ora questo esito si accompagna ad effetti di redistribuzione del reddito tra i fattori produttivi interni a ciascun paese. Questo risultato, allora, si presta ad interpretare le attitudini individuali verso la globalizzazione che si manifestano nel mondo contemporaneo: il fatto, per esempio, che nei paesi avanzati i lavoratori con basse qualifiche (e/o un basso livello di istruzione) sono contrari all'interscambio commerciale con i paesi meno avanzati perché percepiscono tale interscambio come una minaccia al loro salario e/o al loro posto di lavoro.

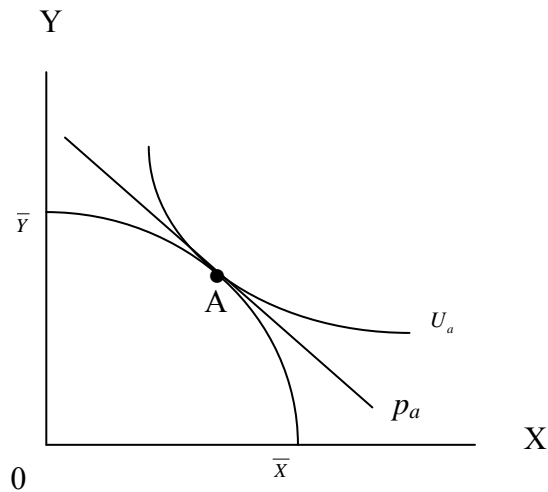
Comunque, a prescindere dalle questioni distributive e dai fatti stilizzati, un *risultato generale* che emerge in tutti i modelli della teoria tradizionale del commercio internazionale è che il passaggio dall'autarchia al libero scambio è *welfare improving*, ossia è *mutuamente vantaggioso* per i paesi che scambiano perché il PIL e il benessere aggregato (mondiale) aumentano. Certo, la distribuzione dei vantaggi derivanti dallo scambio può essere parzialmente o totalmente sbilanciata a favore (sfavore) di un paese e questa circostanza, come si vedrà, dipende dalla ragione di scambio internazionale (il prezzo relativo internazionale), ma la proposizione che il commercio internazionale è benefico per entrambi i paesi che scambiano è un risultato generale della teoria standard del commercio internazionale.

Prima di esporre in dettaglio i modelli - il modello di Ricardo e quello di Heckscher-Ohlin - che indagano *le cause* del commercio internazionale sulla base del vantaggio comparato, può essere utile costruire un semplice schema interpretativo generale, derivato dalla microeconomia, per comprendere il risultato a cui si è accennato. Il primo passo è quello di confrontare, con riferimento ad un paese, l'equilibrio economico generale di autarchia con quello di libero scambio (o *free trade*), per poi pervenire all'equilibrio economico generale internazionale, ossia quello che si determina tra due paesi.

3.1.1 Equilibrio economico generale in autarchia e in free trade

Supponiamo di partire da una situazione di equilibrio economico generale in un paese inizialmente chiuso agli scambi con l'estero. L'economia di questo paese produce e consuma due beni, il bene X e il bene Y. La Figura 1 riporta l'equilibrio autarchico di questa economia.

Figura 1. Equilibrio economico generale in autarchia



Il diagramma riproduce la frontiera delle possibilità produttive $\bar{X}\bar{Y}$ (che è concava rispetto all'origine), la curva di indifferenza U_a e il prezzo relativo p_a (cioè il prezzo relativo del bene X in termine del bene Y, in autarchia). Dalla microeconomia, sappiamo che il punto A definisce l'equilibrio economico generale della nostra economia autarchica. In corrispondenza di tale punto sono rispettate le tre condizioni che caratterizzano un'economia perfettamente concorrenziale:

$$\frac{p_x}{p_y} = SMT \quad (1)$$

$$\frac{p_x}{p_y} = SMS \quad (2)$$

$$X_c = X_p ; Y_c = Y_p \quad (3)$$

Ricordiamo in estrema sintesi il significato delle tre condizioni, assumendo che esse siano già state studiate dallo studente nel suo manuale di microeconomia a cui si rinvia per un richiamo più accurato .

La (1) si riferisce all'equilibrio dei produttori: *il prezzo relativo è uguale al saggio marginale di trasformazione* (ossia all'inclinazione della frontiera delle possibilità produttive). Se le industrie sono competitive e i produttori delle due industrie fronteggiano gli stessi prezzi dei fattori produttivi, questa condizione garantisce l'allocazione efficiente delle risorse e la massimizzazione dei profitti.

La (2) rappresenta l'equilibrio dei consumatori: *il prezzo relativo è uguale al saggio marginale di sostituzione* (ossia all'inclinazione della curva di indifferenza). Questa eguaglianza garantisce che, dati i prezzi e il reddito, i consumatori consumino un paniere di beni che massimizza la loro utilità.

La (3) esprime *l'eguaglianza tra domanda e offerta* nelle due industrie: tutto ciò che viene prodotto del bene X e del bene Y (X_p e Y_p) è rispettivamente uguale a tutto ciò che viene consumato dei due beni (X_c e Y_c).

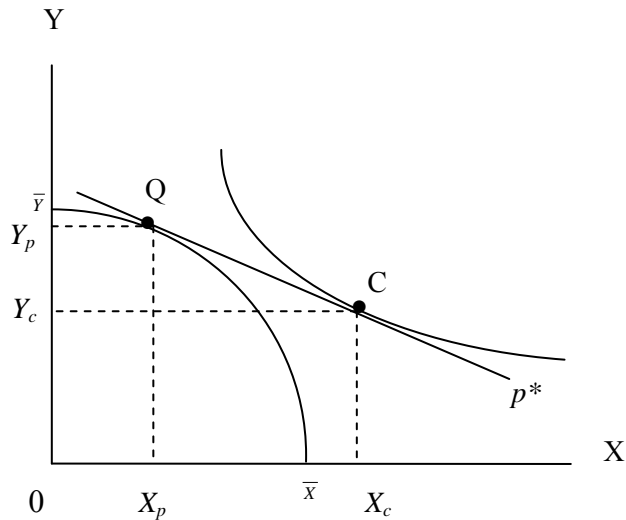
Chiediamoci ora come cambia l'equilibrio economico generale se il paese si apre al commercio internazionale. La Figura 2 illustra la nuova situazione di equilibrio che si determina quando il paese passa dall'autarchia al libero scambio. È evidente che, nella nuova situazione, le condizioni (1) e (2) continuano a valere, ma la stessa cosa non può dirsi per la condizione (3). Al nuovo prezzo relativo internazionale p^* (assunto arbitrariamente più basso rispetto a quello di autarchia) non è più vero che il paniere di consumo, identificato dal punto C, coincide con il mix produttivo, rappresentato dal punto Q . È evidente che il commercio internazionale ha permesso di sganciare le scelte di consumo dalle scelte produttive e, per questa via, ha permesso, come si vedrà, di aumentare il benessere aggregato. Formalmente, la nuova situazione di *free trade* richiede di sostituire la condizione (3) con *la condizione di equilibrio della bilancia commerciale*:

$$p_x^*(X_c - X_p) + p_y^*(Y_c - Y_p) = 0 \quad (4a)$$

che può anche essere espressa come

$$p_x^*X_p + p_y^*Y_p = p_x^*X_c + p_y^*Y_c \quad (4b)$$

Figura 2. Equilibrio economico generale in free trade



La condizione di equilibrio della bilancia commerciale è ovviamente meno vincolante rispetto alla condizione (3).

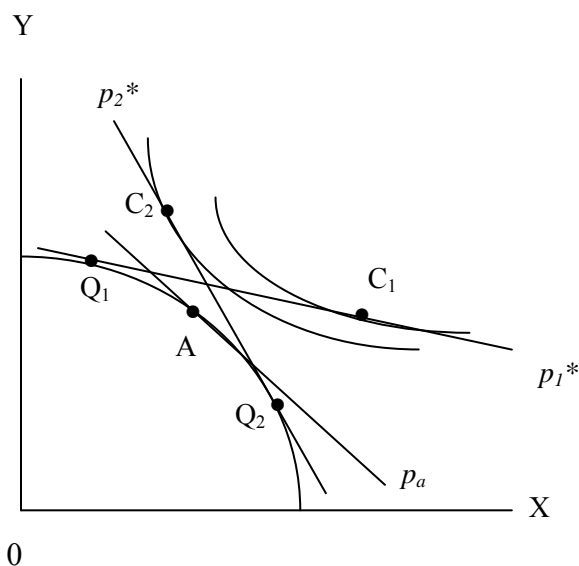
In particolare, la condizione (4a) ci dice che ai nuovi prezzi di libero scambio *la somma degli eccessi di domanda (sulla produzione) espressi in valore devono essere uguali a zero*, mentre l'equivalente condizione (4b) stabilisce che ai nuovi prezzi di libero scambio *il valore della produzione aggregata deve essere uguale al valore del consumo aggregato*.

La Figura 2 ci aiuta a ben interpretare le due formulazioni della condizione di equilibrio della bilancia commerciale. In *free trade* possiamo pensare alla *retta di bilancio nazionale* come la retta associata al prezzo p^* che è tangente al punto Q: ora la produzione nazionale è valutata ai nuovi prezzi internazionali e il valore della produzione aggregata è il reddito nazionale che consente tutte le possibilità di consumo (di uguale valore) lungo la retta di bilancio nazionale. Dalla figura, è inoltre chiaro che l'eccesso di consumo (o domanda) del bene X sulla produzione dello stesso bene (*importazione del bene X*) deve essere compensato dall'eccesso di produzione del bene Y sul consumo (o domanda) dello stesso bene (*esportazione di Y*).

La Figura 2 è stata costruita ipotizzando un prezzo relativo internazionale più basso di quello di autarchia. Cosa accadrebbe all'equilibrio di *free trade* se il prezzo relativo internazionale (o *ragione di scambio internazionale*) si muovesse in direzione contraria rispetto al caso precedente? La Figura 3 generalizza le variazioni di prezzo e mostra i diversi equilibri di *free trade*. Quando la ragione di scambio internazionale è minore rispetto al prezzo di autarchia, cioè quando nella figura $p_1^* < p_a$, ci troviamo nel caso precedente: il paese esporta il bene Y e importa il bene X. Questo *pattern of trade* è coerente con la logica economica: l'apertura internazionale rende conveniente

spostare il mix produttivo verso una maggiore produzione di Y , esportare questo bene che ha un prezzo più alto quando il mercato è internazionale, importare il bene X che ora ha un prezzo più basso. Quando il prezzo relativo internazionale è invece più alto di quello di autarchia, cioè quando nella figura $p_2^* > p_a$, il *pattern of trade* si inverte: il paese ora esporta il bene X e importa il bene Y .

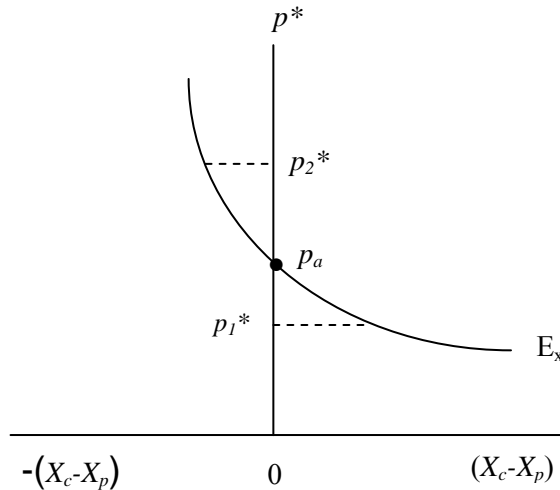
Figura 3. Differenti equilibri di free trade



Questo risultato può essere ulteriormente generalizzato attraverso la costruzione della *curva di eccesso di domanda* relativamente ai due beni. La Figura 4 riporta la curva di eccesso di domanda (E_x) nel caso del bene X (costruzione analoga può essere riferita al bene Y).

Come si nota, la E_x è simile ad una normale curva di domanda negativamente inclinata rispetto al prezzo. L'unica differenza è che, in corrispondenza di determinati prezzi, l'eccesso di domanda può essere negativo. Infatti, quando il prezzo relativo di libero scambio è maggiore del prezzo di autarchia, cioè quando $p_2^* > p_a$, l'eccesso di domanda è minore di zero; ciò significa che la produzione del bene X eccede il consumo interno dello stesso bene e il paese si trova ad *esportare* il bene X . Al contrario, quando $p_1^* < p_a$, l'eccesso di domanda è positivo ed il paese si trova ad *importare* il bene X . Quando il prezzo relativo internazionale coincide con il prezzo di autarchia, ovviamente il paese né importa né esporta il bene X .

Figura 4. Curva di eccesso di domanda

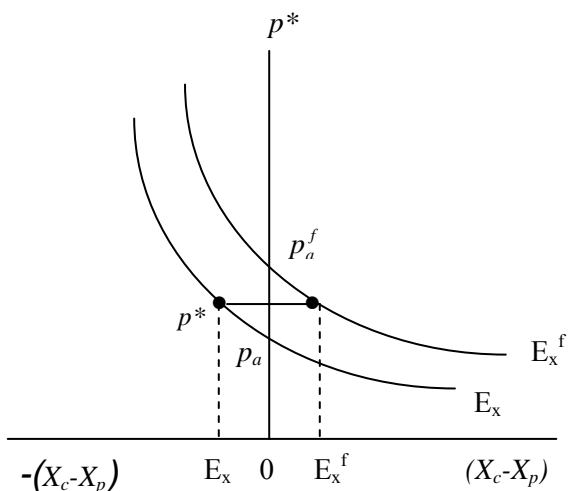


Finora abbiamo posto a confronto equilibrio di autarchia ed equilibrio di *free trade* concentrandoci su un unico paese. Proviamo, ora, a introdurre un secondo paese, quello estero, e a definire l'equilibrio internazionale dal punto di vista di entrambi i paesi. Per fare questo, nel grafico precedente collochiamo arbitrariamente al di sopra della E_x , che è riferita all'economia nazionale, una nuova curva di eccesso di domanda riferita al paese estero, la E_x^f . La Figura 5 illustra la nuova situazione e mostra che il prezzo relativo di autarchia del paese estero è maggiore di quello riferito al paese domestico, cioè $p_a^f > p_a$. Una volta che i due paesi si aprono al commercio internazionale e iniziano a scambiare, il prezzo relativo internazionale si discosterà dai rispettivi prezzi di autarchia e *l'equilibrio internazionale si determinerà ad un prezzo p^* in corrispondenza del quale l'eccesso di domanda del bene X del paese estero sarà uguale e opposto all'eccesso di domanda del bene X del paese domestico, cioè $E_x^f = -E_x$* . Nel caso specifico, dato che abbiamo collocato E_x^f arbitrariamente al di sopra di E_x , e dato che il prezzo internazionale di equilibrio p^* si colloca tra i prezzi di autarchia dei due paesi, il paese estero importerà il bene X e il paese domestico esporterà il bene X (infatti, l'eccesso di domanda del paese estero è positivo mentre quello del paese domestico è negativo).

Infine, se entrambi i paesi soddisfano la condizione di equilibrio della bilancia commerciale, una volta determinato l'equilibrio internazionale per il bene X, per la legge di Walras, anche l'equilibrio internazionale per il bene Y è definito¹

¹ Infatti se $p_x^* E_x = -p_y^* E_y$, $p_x^* E_x^f = -p_y^* E_y^f$ e se $E_x^f = -E_x$, allora, per la legge di Walras, è anche vero che $E_y^f = -E_y$

Figura 5. Equilibrio internazionale



3.1.2 I benefici del commercio tra cooperazione e conflitto

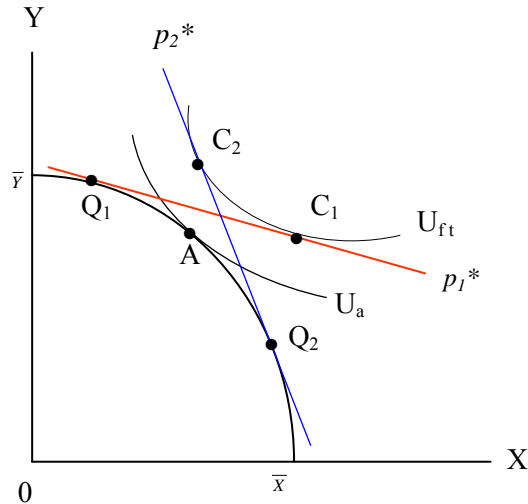
All'interno del semplice schema di equilibrio economico generale che abbiamo fin qui costruito, passiamo ora a considerare i vantaggi derivanti dal commercio. La Figura 6 ci permette di arrivare ad alcune deduzioni, riguardo i benefici del libero scambio.

In primo luogo, *il passaggio dall'autarchia al free trade è welfare improving*, nel senso che il benessere nazionale aumenta; infatti il movimento dal punto A al punto Q_1 (o, in modo equivalente, al punto Q_2) segnala il passaggio ad una curva di indifferenza nazionale più elevata (U_{f1}): nel punto di equilibrio C_1 (o, in modo equivalente, nel punto C_2) il mix di consumo nazionale porta ad un grado di soddisfazione più elevato rispetto alla situazione di autarchia.

In secondo luogo, come si evince dalla figura, *l'aumento di benessere è indipendente dalla ragione di scambio internazionale*: sia che si abbia $p_1^* < p_a$, sia che si abbia $p_2^* > p_a$, ci si sposta su una curva di indifferenza più alta. Certamente, nella particolare costruzione della figura 6, entrambi i prezzi relativi internazionali portano allo stesso livello di utilità. Questo circostanza particolare, però, non è indispensabile al risultato. L'unica condizione necessaria è che la ragione di scambio internazionale sia diversa dal prezzo relativo di autarchia e che sia rispettata la condizione di tangenza tra prezzo e frontiera delle possibilità produttive (lo studente può verificare facilmente questa affermazione modificando a piacimento la ragione di scambio internazionale).

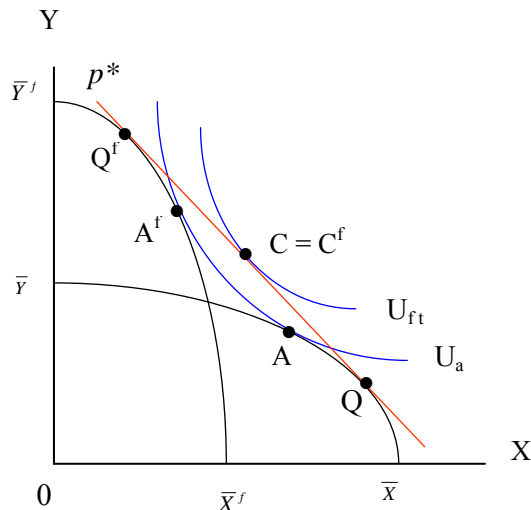
In terzo luogo, *l'incremento di benessere associato al passaggio al libero scambio è indipendente dal pattern of trade*: sia che il paese esporti il bene X al prezzo p_2^* sia che esporti il bene Y al prezzo p_1^* , l'apertura commerciale sarà sempre *welfare improving*.

Figura 6. Benefici del commercio



Infine, un altro importante risultato è che il libero scambio è mutuamente vantaggioso: *entrambi i paesi che scambiano traggono vantaggio dal commercio internazionale*. Questa deduzione deriva logicamente dalla costruzione precedente. Infatti, nella figura 5, in cui abbiamo inserito il secondo paese per rappresentare l'equilibrio internazionale, abbiamo osservato che il prezzo relativo internazionale di equilibrio p^* si colloca tra i prezzi di autarchia dei due paesi. Pertanto, se l'unica condizione necessaria affinché si verifichi un incremento di benessere nel passaggio dall'autarchia al libero scambio è che la ragione di scambio internazionale sia diversa dal prezzo relativo di autarchia (e che la tangenza sia rispettata), allora è evidente che entrambi i paesi traggono beneficio dal commercio proprio perché è vero per entrambi che $p^* \neq p_a$. La Figura 7 illustra i mutui vantaggi del commercio. Sono rappresentate le frontiere delle possibilità produttive del paese domestico ($\bar{X}\bar{Y}$) e di quello estero ($\bar{X}^f\bar{Y}^f$). In autarchia, possiamo notare che $p_a^f > p_a$, cioè il prezzo relativo del bene X è maggiore nel paese estero. Quando i due paesi si aprono al libero scambio, l'equilibrio internazionale si determina in corrispondenza di una ragione di scambio internazionale tale che $p_a^f > p^* > p_a$. Al nuovo prezzo internazionale, entrambi i paesi, dai rispettivi punti di autarchia A e A^f , si spostano su una curva di indifferenza più elevata raggiungendo i rispettivi punti di consumo C e C^f . La figura è stata costruita in modo particolare, assumendo lo stesso livello di benessere per entrambi i paesi. Ma questa circostanza particolare non è indispensabile per arrivare alla conclusione generale che il commercio è vantaggioso per entrambi i partner commerciali. Inoltre, la Figura 7 ribadisce che questo risultato è indipendente dal *pattern of trade*: il paese domestico esporta il bene X, il paese estero esporta il bene Y, ma entrambi si avvantaggiano dell'apertura commerciale.

Figura 7. Benefici del commercio per entrambi i paesi



Pertanto, il messaggio fondamentale della teoria standard del commercio internazionale è che il passaggio dall'autarchia al *free trade* è vantaggioso per l'economia mondiale perché aumenta il benessere aggregato espandendo le possibilità di consumo.

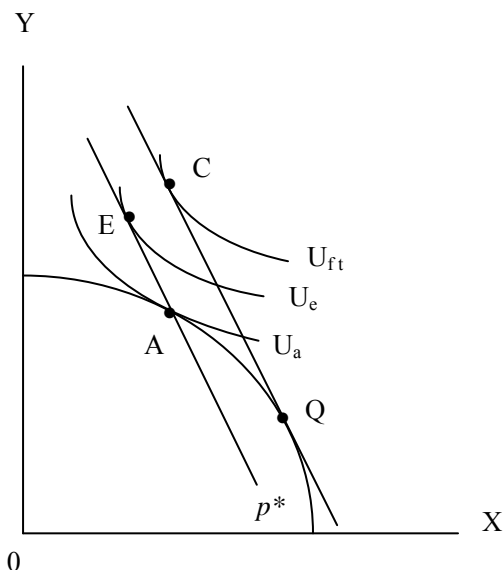
Comunque la generalità di questo risultato va qualificata in almeno due direzioni. In primo luogo bisogna distinguere i vantaggi del commercio in:

- a) *benefici derivanti dal puro e semplice scambio;*
- b) *benefici derivanti dalla specializzazione.*

In secondo luogo, bisogna chiedersi se la *distribuzione dei vantaggi del commercio* è equamente distribuita tra i paesi che scambiano e/o all'interno degli stessi paesi.

Con riferimento alla prima questione, la Figura 8 permette di distinguere i due tipi di vantaggio. Nel punto A, il prezzo relativo di autarchia è inferiore alla ragione di scambio internazionale, cioè $p_a < p^*$. Nella situazione di *free trade*, ai nuovi prezzi internazionali, anche se il paese non ottimizzasse la sua posizione sulla frontiera delle possibilità produttive e rimanesse virtualmente fermo al mix produttivo definito dal punto A, con la sua dotazione di autarchia otterrebbe comunque un incremento di benessere misurato dal passaggio da A al punto E sulla curva di indifferenza U_e (che segnala un'utilità più elevata rispetto alla curva di indifferenza U_a).

Figura 8. Separazione dei benefici dello scambio dai benefici della specializzazione



È questo passaggio che definisce i *benefici del puro scambio*. Incidentalmente, anticipando la questione della distribuzione dei vantaggi del commercio, è chiaro che la dimensione di tali benefici dipende dal tipo di dotazione iniziale posta in relazione ai movimenti della ragione di scambio. Se, per esempio, il paese si trovasse nel caso limite di produrre soltanto il bene Y, un aumento della ragione di scambio internazionale (un aumento, quindi, del prezzo relativo di X) penalizzerebbe il paese se questo fosse coinvolto nel commercio. Mentre, sempre nello stesso caso limite di produrre solo il bene Y, una diminuzione del prezzo relativo internazionale favorirebbe il paese. Pertanto, la variazione della ragione di scambio internazionale - o l'eventuale sua manipolazione da parte dei *trader* più forti - è cruciale nel determinare la distribuzione tra i paesi dei vantaggi derivanti dal commercio. È chiaro allora che, come ogni scambio volontario tra individui, il commercio internazionale implica contemporaneamente *cooperazione e conflitto*.

Riprendendo l'esempio della Figura 8, quando il paese ai nuovi prezzi internazionali ottimizza la sua posizione sulla frontiera delle possibilità produttive muovendosi da A a Q, consegue ulteriori *benefici derivanti dalla specializzazione*: questi vantaggi sono esemplificati dal passaggio da E a C, che denotano un movimento verso un livello più elevato di utilità. I vantaggi della specializzazione, che come abbiamo visto nell'esempio riportato nel capitolo 2 derivano dalla capacità da parte del paese di concentrarsi nelle produzioni dove è più efficiente, saranno esplorati in modo approfondito nel prossimo paragrafo dedicato al modello di Ricardo.

È opportuno invece ritornare sulla questione della *distribuzione dei vantaggi* derivanti dal commercio internazionale. Abbiamo accennato al fatto che la ragione di

scambio internazionale svolge un ruolo importante nella distribuzione dei vantaggi tra i paesi. Che dire, invece, riguardo la distribuzione dei vantaggi del commercio internazionale *tra gli individui all'interno di ciascun paese*? Questo aspetto sarà approfondito quando tratteremo il modello di Heckscher-Ohlin. Tuttavia, ora ci preme fare alcune brevi precisazioni sulle ipotesi di base su cui è costruita la proposizione generale che abbiamo fin qui esaminato e che stabilisce che il commercio internazionale è generalmente *welfare improving*, presupponendo che tutti traggano vantaggio da esso.

In primo luogo, se le preferenze degli individui non sono omogenee, è probabile che i benefici del commercio non siano distribuiti equamente e potrebbe accadere che alcuni individui siano penalizzati dalla liberalizzazione commerciale.

In secondo luogo, se l'eterogeneità riguarda anche le dotazioni degli individui, potrebbe accadere che il commercio internazionale, pur favorendo alcuni individui, penalizzi alcune categorie con particolari dotazioni.

3.1.3 Le cause del commercio internazionale

Dopo aver costruito uno schema di riferimento generale sui vantaggi del libero scambio, nei prossimi paragrafi ci apprestiamo a considerare le *cause* del commercio internazionale e, nel caso particolare dei flussi di commercio interindustriale, le differenze che i paesi presentano in alcune caratteristiche economiche ritenute cruciali per la definizione del vantaggio comparato necessario per competere sui mercati internazionali. Un metodo conveniente per investigare sulle cause del commercio internazionale è immaginare un mondo in cui vi sia assenza di commercio.

Cinque condizioni di uniformità tra paesi garantiscono *l'assenza di commercio*:

- a) Identiche funzioni di produzione
- b) Stesse dotazioni fattoriali relative
- c) Rendimenti costanti di scala
- d) Preferenze omogenee
- e) Assenza di distorsioni (tasse, sussidi, concorrenza imperfetta)

Se una di queste condizioni non è rispettata, vi sarà commercio internazionale. Ognuna di queste condizioni, allora, letta al contrario, rappresenta una causa del commercio internazionale

Dal punto di vista metodologico, è utile concentrarsi su ciascuna determinante del commercio internazionale presa in isolamento e analizzata attraverso uno specifico modello.

Nel paragrafo che segue, guarderemo alle differenze tecnologiche tra paesi (differenti funzioni di produzione).

3.2 Tecnologia e commercio internazionale

Il ruolo della tecnologia nel commercio internazionale è qui investigata con l'ausilio del modello ricardiano, un modello 2X2X1 - due paesi, due prodotti e un

unico fattore produttivo, il lavoro – dove le differenze tra paesi nella tecnologia sono espresse in termini di *differenze nella produttività del lavoro*, la quantità di prodotto ottenibile da una unità di lavoro (il cui reciproco è il coefficiente di lavoro per unità di prodotto, un modo equivalente per esprimere la tecnologia).

Rispetto alle cinque condizioni di assenza di commercio sopra elencate, il modello viola la prima ipotesi: *i paesi hanno funzioni di produzione diverse*, quindi tecnologie diverse. Tutte le altre restanti condizioni sono mantenute. Pertanto, i rendimenti di scala sono costanti e, data l'esistenza di un unico fattore produttivo, questa ipotesi implica, come si vedrà tra breve, *una frontiera delle possibilità produttive di tipo lineare*. La stessa ipotesi di un unico fattore produttivo sottintende che la seconda condizione di assenza di commercio (stesse dotazioni fattoriali relative) non è violata. Infine, si fa l'ipotesi che anche le rimanenti condizioni di assenza di commercio sono mantenute: identiche preferenze e assenza di distorsioni.

3.2.1 Vantaggio assoluto e vantaggio comparato

Prima di illustrare formalmente il modello, è utile richiamare e porre a confronto il concetto di *vantaggio assoluto*, già proposto da Adam Smith nella seconda metà del XVIII secolo, con il concetto di *vantaggio comparato* che è alla base del modello ricardiano. Come è noto, secondo il concetto di vantaggio assoluto formulato da Adam Smith sul piano individuale, la crescente specializzazione impone all'individuo di concentrarsi sulle produzioni in cui egli è più efficiente (*costo opportunità più basso*); allo stesso modo, il commercio internazionale permette ai paesi di concentrarsi sulle produzioni in cui ciascun paese è più efficiente (costo opportunità più basso).

L'esempio del capitolo 2 della Francia e dell'Italia che si specializzano rispettivamente nelle produzioni in cui sono più efficienti è un classico caso di vantaggio assoluto. Tale esempio è ripreso nella Tabella 1 per essere posto a confronto con il caso di vantaggio comparato. Nel riquadro A della tabella 1, sono riportati i dati di produttività visti in precedenza e che configurano il vantaggio assoluto della Francia nella produzione di grano, dato che $\alpha_f > \alpha_h$, e il vantaggio assoluto dell'Italia nella produzione di stoffa, dato che $\beta_h > \beta_f$ (d'ora in avanti, h sta ad indicare il paese domestico, f il paese estero, α e β le produttività rispettivamente nei settori X e Y). Questa configurazione dei vantaggi assoluti permette virtualmente di incrementare la produzione totale (mondiale) in entrambi i settori, se i paesi si specializzano rispettivamente nelle produzioni dove hanno le produttività marginali più elevate. Infatti, il riquadro B mostra che se 1 unità di lavoro in Italia è spostata dalla produzione di grano alla produzione di stoffa, c'è sì una perdita di una unità (espressa in quintali) di grano ma al tempo stesso c'è un incremento di ben 4 unità (esprese in metri) di stoffa. Per quanto riguarda la Francia, se in questo paese 1 unità di lavoro viene spostata dal settore della stoffa alla produzione di grano, è vero che c'è una perdita di 2 unità di stoffa, ma a fronte di un incremento di ben 6 unità di grano. Alla fine del processo di riallocazione del lavoro verso i settori dove ciascun paese detiene un vantaggio assoluto, la produzione mondiale di grano cresce di 5 unità e quella di stoffa

di 2 unità. Pertanto, secondo il principio del vantaggio assoluto di Adam Smith, entrambi e paesi possono trarre vantaggio dal commercio internazionale attraverso la specializzazione: la Francia producendo più grano e importando stoffa e l'Italia producendo più stoffa e importando grano. La distribuzione dei vantaggi del commercio dipenderà, come si è detto e come si vedrà, dalla ragione di scambio internazionale.

Tabella 1. Vantaggio assoluto e vantaggio comparato

A. Produttività marginale del lavoro			B. Riallocazione intersettoriale del lavoro¹			
	Italia	Francia		Italia	Francia	Δ Totale
X = grano	$\alpha_h = 1$	$\alpha_f = 6$	X = grano	- 1	+ 6	+5
Y = stoffa	$\beta_h = 4$	$\beta_f = 2$	Y = stoffa	+4	- 2	+2
C. Produttività marginale del lavoro			D. Riallocazione intersettoriale del lavoro²			
	Egitto	Francia		Egitto	Francia	Δ Totale
X = grano	$\alpha_h = 1$	$\alpha_f = 6$	X = grano	- 4	+ 6	+2
Y = stoffa	$\beta_h = 1$	$\beta_f = 2$	Y = stoffa	+4	- 2	+2

⁽¹⁾ Variazione della produzione in seguito allo spostamento di 1 unità di lavoro da X a Y in Italia e da Y a X in Francia

⁽²⁾ Variazione della produzione in seguito allo spostamento di 4 unità di lavoro da X a Y in Egitto e 1 unità di lavoro da Y a X in Francia

Chiediamoci, ora, se la specializzazione e i benefici derivanti dal commercio sono ancora possibili nel caso in cui uno dei due paesi abbia uno svantaggio assoluto in entrambe le produzioni. È l'esempio illustrato nel riquadro C della Tabella 1. Adesso, al posto dell'Italia, consideriamo l'Egitto che, come si vede, ha una produttività più bassa di quella francese in entrambi i settori. In questa situazione di apparente debolezza, può l'Egitto competere sui mercati internazionali e trarre vantaggio ugualmente dal commercio internazionale? Sorprendentemente, la risposta è positiva e deriva dal concetto di *vantaggio comparato* introdotto da David Ricardo nella prima metà del XIX secolo. Infatti, secondo questo concetto, ciò che conta non è il mero confronto delle produttività in termini assoluti ma il confronto delle *produttività relative*, ossia dei *costi opportunità*. Infatti, nonostante l'Egitto abbia uno svantaggio di produttività in entrambi i settori, ha un costo opportunità più basso nella produzione di stoffa rispetto alla Francia: per produrre un'unità in più di stoffa, l'Egitto deve rinunciare a 1 sola unità di grano, mentre la Francia deve rinunciare a ben 3 unità di grano. Ciò significa che l'Egitto può concentrarsi nella produzione di stoffa e,

attraverso lo scambio, importare grano. Come vedremo esaminando in dettaglio il modello ricardiano, dato che la ragione di scambio internazionale si colloca tra i prezzi di autarchia dei due paesi, ossia tra i costi opportunità dei due paesi, l'Egitto potrà espandere le sue possibilità di consumo importando grano al prezzo internazionale invece che produrlo internamente ad un costo opportunità più elevato. Analogamente, la Francia potrà espandere le sue possibilità di consumo concentrandosi nella produzione di grano, dove il costo opportunità è più basso di quello egiziano (1/3 contro 1), e importando stoffa. Per completare l'esempio riportato nella Tabella 1, il riquadro D mostra che riallocando 4 unità di lavoro dalla produzione di grano a quella di stoffa in Egitto e riallocando 1 unità di lavoro dalla produzione di stoffa a quella di grano in Francia, la produzione mondiale si accresce per entrambi i beni.

3.2.2 Il modello ricardiano: dall'autarchia alla specializzazione completa in libero scambio

Dopo aver esaminato l'intuizione che c'è dietro il concetto di vantaggio comparato, illustriamo formalmente il modello di Ricardo.

Sotto il vincolo dell'ammontare totale \bar{L} dell'unico fattore produttivo, il lavoro, a disposizione per la produzione del bene X e Y

$$\bar{L} = L_x + L_y, \quad (5)$$

le funzioni di produzione relative ai due beni sono le seguenti:

$$X = \alpha L_x \quad (6)$$

$$Y = \beta L_y \quad (7)$$

Come si è anticipato nell'esempio della Tabella 1, α e β sono le produttività marginali del lavoro rispettivamente nei due settori X e Y e sono assunte costanti.

Generalizzando l'esempio della tabella 1, si assumano due paesi H e F, con F che ha un vantaggio comparato nella produzione del bene X . Tale circostanza è determinata dal fatto che il costo opportunità di produrre X in termini di Y è più basso nel paese F, cioè

$$\frac{\beta_f}{\alpha_f} < \frac{\beta_h}{\alpha_h} \quad (8)$$

Ovviamente, la (8) ci dice anche che il paese H ha un vantaggio comparato nella produzione del bene Y , perché in H il costo opportunità di produrre Y in termini di X è più basso. Ritornando all'esempio della tabella 1, se guardiamo al riquadro C e assumiamo che il paese H sia l'Egitto e il paese F sia la Francia, in effetti la Francia ha

un vantaggio comparato nella produzione di X perché $\frac{\beta_f}{\alpha_f} = \frac{1}{3} < \frac{\beta_h}{\alpha_h} = 1$. Ma, nello

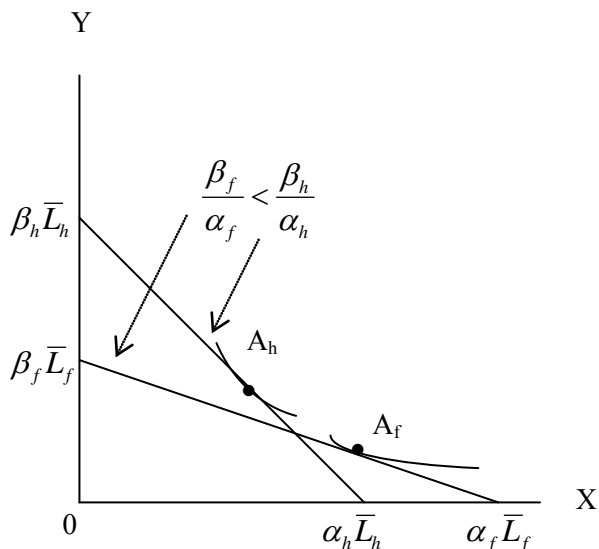
stesso tempo, l'Egitto ha un vantaggio comparato nella produzione di Y perché ha un più basso costo opportunità di produrre Y in termini di X rispetto alla Francia (1 contro 3). I differenti costi opportunità dei due paesi H e F possono essere visualizzati costruendo le rispettive frontiere delle possibilità produttive. Dalle funzioni di produzione (5) e (6) e dal vincolo del lavoro (7), è facile ricavare le due espressioni per le frontiere delle possibilità produttive dei due paesi

$$Y = \beta_h \bar{L}_h - \frac{\beta_h}{\alpha_h} X \tag{9}$$

$$Y = \beta_f \bar{L}_f - \frac{\beta_f}{\alpha_f} X$$

Sotto l'ipotesi (8), le frontiere delle possibilità produttive dei due paesi sono rappresentate nella Figura 9.

Figura 9. Frontiere delle possibilità produttive ed equilibrio di autarchia in H e F



La figura riporta l'equilibrio di autarchia sulle frontiere dei due paesi (rispettivamente A_h e A_f). Dato che il prezzo relativo di autarchia non è altro che il costo opportunità, ossia l'inclinazione della frontiera delle possibilità produttive, il

prezzo stesso segnala il vantaggio comparato ($\frac{\beta_f}{\alpha_f} = p_a^f < \frac{\beta_h}{\alpha_h} = p_a^h$). Dalla figura,

infatti, si evince immediatamente che il paese F ha un vantaggio comparato nella produzione del bene X perché il costo opportunità di produrre X in termini di Y, ossia l'inclinazione della frontiera delle possibilità produttive nonché prezzo relativo di autarchia del bene X, è più basso rispetto a quello del paese H. Simmetricamente, il paese H ha un vantaggio comparato nella produzione del bene Y.

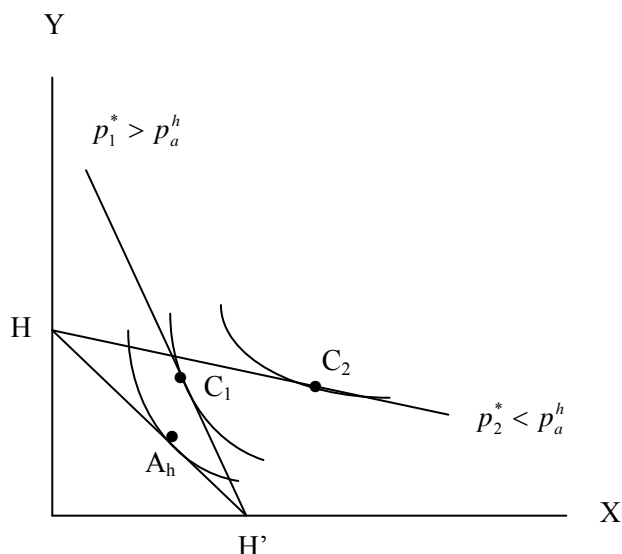
Ora chiediamoci, astraendo per il momento dalle differenze tra H e F, che cosa accade ad uno dei due paesi, poniamo H, se dall'autarchia passa al *free trade*. La risposta dipende dalla direzione che assume la variazione della ragione di scambio internazionale. Se questa coincide con il prezzo relativo di autarchia, cioè se $p^* = p_a^h$, per il paese sarà indifferente produrre in un qualunque punto lungo la frontiera delle possibilità produttive. In questa circostanza, rispetto alla situazione di autarchia, è vero che il paese non è più vincolato all'eguaglianza tra mix produttivo e mix di consumo, ma è anche vero che le possibilità offerte dal commercio internazionale non possono essere sfruttate. In altri termini, non è possibile espandere le possibilità di consumo proprio perché ciò che il paese riuscirebbe a ottenere attraverso lo scambio sarebbe esattamente uguale a ciò che riuscirebbe a ottenere attraverso la produzione interna. Tutt'altra situazione si verifica quando $p^* \neq p_a^h$: in questo caso il paese si muove verso la completa specializzazione, come mostrato nella Figura 10.

In particolare, se $p^* > p_a^h$, il paese si specializza completamente nella produzione del bene X. Come la Figura 10 mostra, la produzione avrà luogo in corrispondenza del punto H', in cui sappiamo che la produzione di X assume il valore massimo $\alpha_h \bar{L}_h$. La ragione di questa completa riallocazione del lavoro nella produzione di X dipende dal confronto tra prezzo relativo internazionale p^* e costo opportunità. Infatti si ha che $\frac{p_x^*}{p_y^*} > \frac{\beta_h}{\alpha_h} \Rightarrow p_x^* \alpha_h > p_y^* \beta_h$; in altri termini, se il prezzo relativo internazionale è

maggiore del costo opportunità di produrre X in termini di Y, significa che il valore del prodotto marginale nel settore di produzione di X, ossia il salario pagato nel settore X, è maggiore del valore del prodotto marginale nel settore di produzione di Y, ossia il salario pagato nel settore Y.

Pertanto, ogni lavoratore vorrà trasferirsi nella produzione di X e la produzione di Y si annulla.

Figura 10. Completa specializzazione in relazione alla ragione di scambio internazionale



Inoltre, un'altra ragione alla base della completa specializzazione è che essa permette di espandere al massimo le possibilità di consumo. Come mostra la Figura 10, con l'apertura commerciale si allenta il vincolo rappresentato dalla frontiera delle possibilità produttive e la completa specializzazione permette di raggiungere la più alta curva di indifferenza raggiungibile in corrispondenza del nuovo prezzo relativo internazionale (l'incremento di utilità è rappresentato dal movimento da A_h a C_1).

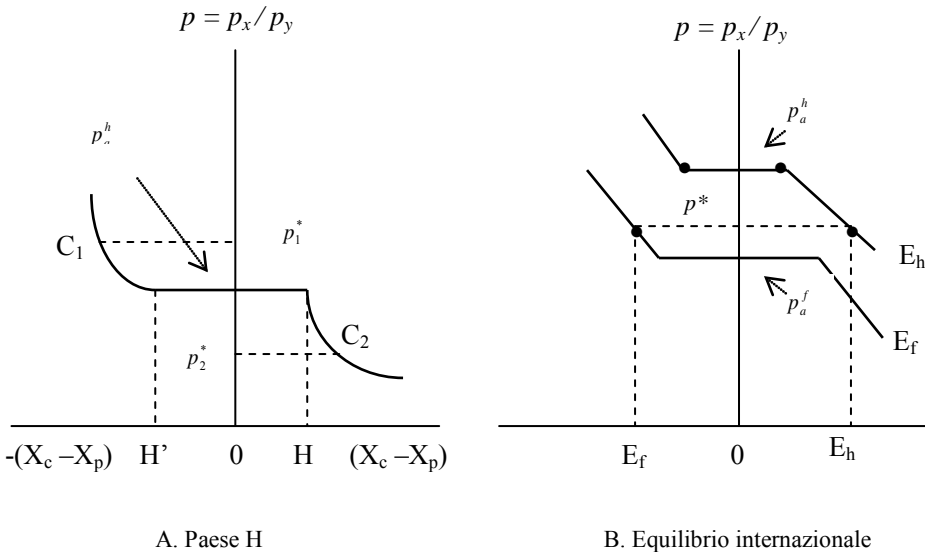
Nel caso alternativo in cui $p_2^* < p_a^h$, il paese si specializza completamente nella produzione di Y . Come la Figura 10 mostra, la produzione avrà luogo in corrispondenza del punto H , in cui sappiamo che la produzione di Y assume il valore massimo $\beta_h \bar{L}_h$. La spiegazione alla base della completa specializzazione in Y va costruita in modo assolutamente simmetrico al caso precedente e si lascia come esercizio allo studente. In generale, quello che è importante ribadire è che la specializzazione si dirige verso la produzione di quel bene il cui costo opportunità in termini dell'altro bene è inferiore al prezzo relativo internazionale dello stesso bene oggetto di specializzazione in termini dell'altro. Anche nel caso in cui $p_2^* < p_a^h$, il motivo per cui vi è completa specializzazione in Y è perché il costo opportunità di produrre Y in termini di X è inferiore al prezzo relativo internazionale di Y in termini di X (cioè $\frac{p_y^*}{p_x^*} > \frac{\alpha_h}{\beta_h}$). Come si è più volte rimarcato, quando il costo

opportunità è inferiore al prezzo relativo internazionale, attraverso la specializzazione e il commercio internazionale è possibile per un paese ottenere una maggiore quantità di un certo bene attraverso lo scambio piuttosto che attraverso la produzione interna. Ovviamente, i vantaggi del commercio saranno tanto più grandi quanto più grande sarà la forbice tra costo opportunità (o prezzo di autarchia) e ragione di scambio internazionale. Nella Figura 10, per esempio, i vantaggi dello scambio sono maggiori nel caso in cui $p_2^* < p_a^h$, piuttosto che nel caso in cui $p_1^* > p_a^h$ (alla posizione C_2 è associato un livello di benessere maggiore che in C_1). Questo risultato non dipende dalla direzione che assume la ragione di scambio internazionale, ma è semplicemente dovuto al fatto che la distanza tra prezzo relativo internazionale e prezzo di autarchia è più ampia nel primo caso rispetto al secondo. Questo punto sarà approfondito quando prenderemo in considerazione come si distribuiscono tra i paesi i benefici del commercio nel modello ricardiano.

3.2.3 La determinazione dell'equilibrio internazionale

Ora, riprendiamo in considerazione paese H e paese F con le differenze illustrate nella precedente Figura 9 e, attraverso le curve di eccesso di domanda, determiniamo l'equilibrio internazionale. Si veda la Figura 11.

Figura 11. Equilibrio internazionale



Preliminarmente, il riquadro A della Figura 11 riporta la curva di eccesso di domanda del bene X nel paese H. In pratica, la situazione illustrata nella precedente figura 10 viene ora ricostruita in termini di curva di eccesso di domanda. Pertanto, nel riquadro A, stiamo ancora considerando la posizione del singolo paese al variare della ragione di scambio internazionale e la scelta del paese H invece che F è assolutamente arbitraria. Nel riquadro A, il tratto orizzontale della curva è spiegato dal fatto che quando la ragione di scambio internazionale è uguale al prezzo di autarchia, cioè quando $p^* = p_a^h$, il paese consumerà, come in autarchia, nel punto A_h (vedi Figura 10) ma sarà indifferente circa il livello di produzione, che potrà determinarsi in qualunque punto della frontiera delle possibilità produttive, cioè in qualunque tratto del segmento HH' (Figura 10). Ne consegue che, nel tratto orizzontale, l'eccesso di domanda (riportato nel riquadro A della Figura 11) può oscillare tra qualunque punto del segmento HH' ; il paese quindi potrà essere esportatore o importatore del bene X o, al limite, ritornare ad essere virtualmente in autarchia se il mix produttivo coincide con il mix di consumo. Quando invece il prezzo relativo internazionale è inferiore al prezzo di autarchia, cioè quando $p_2^* < p_a^h$, sappiamo che il paese si specializzerà completamente nella produzione del bene Y e, pertanto, diventerà importatore del bene X (l'eccesso di domanda è positivo in corrispondenza del punto C_2). Alternativamente, se il prezzo relativo internazionale è superiore al prezzo di autarchia, cioè se $p_1^* > p_a^h$, sappiamo che il paese si specializzerà completamente nella produzione del bene X e diventerà esportatore del bene X (l'eccesso di domanda è negativo in corrispondenza del punto C_1).

Una volta illustrata la particolare configurazione della curva di eccesso di domanda nel modello ricardiano, possiamo considerare l'equilibrio internazionale. Nel riquadro B della Figura 11, vengono riportate contemporaneamente le curve di eccesso di domanda con riferimento al paese H e al paese F. I paesi sono differenti in termini di funzioni di produzione e tale differenza è esemplificata dalla condizione (8), cioè si ha

che $\frac{\beta_f}{\alpha_f} = p_a^f < \frac{\beta_h}{\alpha_h} = p_a^h$. Dato che il prezzo relativo di autarchia del paese H è

maggiore di quello del paese F, la E_h è collocata al disopra della E_f . Questa situazione delinea chiaramente la configurazione dei vantaggi comparati dei due paesi e, quando questi si aprono al reciproco scambio, *l'equilibrio internazionale si determinerà ad un prezzo relativo in corrispondenza del quale l'eccesso di domanda (positivo) del bene X in H sarà uguale e opposto all'eccesso di domanda (negativo) del bene X in F*. In altri termini, dato che per il paese H il prezzo relativo internazionale è inferiore al costo opportunità di produrre X in termini di Y (o, in modo equivalente, è maggiore del costo opportunità di produrre Y in termini di X), il paese si specializzerà completamente nella produzione del bene Y, esporterà questo bene e importerà il bene X. Il paese F, invece, per il fatto che la ragione di scambio internazionale è maggiore del suo costo opportunità di produrre X in termini di Y, si specializzerà completamente in X, esporterà questo bene e importerà il bene Y.

Dalla precedente discussione sappiamo che per entrambi i paesi il commercio internazionale è *welfare improving*. Questa circostanza può essere ulteriormente esplorata analizzando il ruolo dei salari nel modello ricardiano.

3.2.4 Il ruolo dei salari nel modello ricardiano

Finora, abbiamo osservato che nel modello ricardiano il vantaggio comparato, basato sulle differenze di tecnologia tra paesi, determina il *pattern of trade*. Abbiamo visto che, anche qualora un paese abbia uno svantaggio assoluto in entrambi i settori, può ugualmente competere sui mercati internazionali e trarre vantaggio dal commercio internazionale. Si ricordi l'esempio di Egitto e Francia riportato nella Tabella 1 dove l'Egitto risultava 6 volte meno produttivo della Francia nel settore del grano e 2 volte meno produttivo nel settore della stoffa. Nonostante questi svantaggi assoluti, l'Egitto riusciva ad essere più competitivo della Francia nel settore della stoffa e dicevamo che questa circostanza dipendeva dal fatto che in Egitto il costo opportunità della produzione della stoffa fosse più basso che in Francia (1 contro 3). Questa spiegazione, di per sé rigorosa, potrebbe sembrare controintuitiva tanto che spesso anche nei dibattiti pubblici la lezione di Ricardo sull'importanza del vantaggio comparato viene dimenticata e i paesi che presentano uno svantaggio assoluto generalizzato vengono considerati, talvolta a torto, incapaci di competere sui mercati internazionali. Pertanto, un modo alternativo, un po' "empirico" ma intuitivo, per spiegare il vantaggio comparato dell'Egitto nella produzione della stoffa, guarda alla relazione tra salari e produttività. Si potrebbe dire, infatti, che, dato che in media la produttività dell'Egitto è di 4 volte inferiore di quella della Francia, analogamente i salari sono mediamente di 4 volte inferiori. Il differenziale salariale, allora, se da un lato non riesce a controbilanciare il forte svantaggio di produttività dell'Egitto nel settore del grano, riesce comunque a più che compensare il più modesto svantaggio che l'Egitto detiene nel settore della stoffa consentendo al paese di essere competitivo al livello internazionale in quel settore. Comunque, nel modello di Ricardo, se da un lato le differenze tecnologiche tra i paesi producono divari salariali internazionali, che talvolta possono essere assai pronunciati, dall'altro lato il commercio internazionale contribuisce ad alleviare la situazione di bassa remunerazione del lavoro presente nei paesi che presentano svantaggi assoluti generalizzati. Infatti, un risultato del modello è che il passaggio dall'autarchia al libero scambio porta ad un incremento del salario reale di tutti i lavoratori in entrambi i paesi.

Questo risultato può essere dimostrato formalmente partendo dall'equilibrio di autarchia di un paese, per esempio H. Se si assume che w_h sia il salario nominale in H, la condizione di perfetta concorrenza dei mercati in questo paese richiede che:

$$p_x^a \alpha_h = w_h \tag{10}$$

$$p_y^a \beta_h = w_h$$

Dalle due condizioni di massimizzazione del profitto per i due settori, possiamo ricavare l'eguaglianza tra il prezzo relativo di autarchia e il rapporto tra le produttività marginali:

$$\frac{p_x^a}{p_y^a} = \frac{\beta_h}{\alpha_h} \quad (11)$$

Dalla (11) si deduce che il prezzo relativo di autarchia è indipendente dal saggio del salario nominale. Incidentalmente, dato che il rapporto tra le produttività marginali è equivalente al reciproco del rapporto tra i coefficienti unitari di lavoro, la (11) può essere interpretata come *la teoria del valore lavoro di Ricardo*, secondo la quale il valore di scambio delle merci dipende dal rapporto tra le quantità di lavoro necessarie a produrle. Comunque, anche se non compare nella (11), il saggio del salario nominale è fondamentale per determinare il salario reale dei lavoratori. Infatti, si ha che:

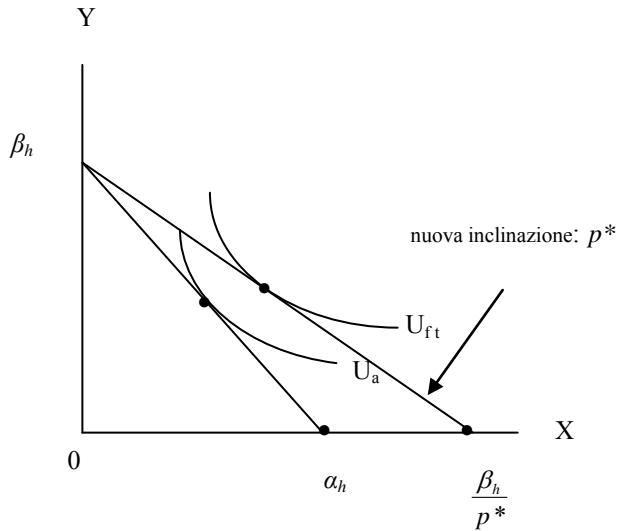
$$\frac{w_h}{p_x^a} = \alpha_h \quad (12)$$

$$\frac{w_h}{p_y^a} = \beta_h$$

La (12) ci dice che il salario reale, espresso come rapporto tra il salario nominale e il prezzo del bene, è uguale al prodotto marginale.

Come nella teoria microeconomica del consumatore, i salari reali espressi dalla (12) possono essere rappresentati graficamente come i punti estremi della retta di bilancio di un singolo lavoratore che ha una dotazione di lavoro pari a 1. Si veda la Figura 12

Figura 12. Vincolo di bilancio di un singolo lavoratore nel paese H



In autarchia, le possibilità di consumo del lavoratore sono determinate dalla retta di bilancio che ha come intercetta verticale β_h , come intercetta orizzontale α_h e come inclinazione il prezzo relativo di autarchia, cioè $p_h^a = \frac{\beta_h}{\alpha_h}$.

Chiediamoci ora che succede ai “salari reali” del nostro lavoratore quando il paese H si apre al commercio internazionale. Per le ipotesi fatte in precedenza, sappiamo che nella nuova situazione di libero scambio il paese F si specializza completamente nella produzione del bene X ed esporta tale bene, mentre il paese H si specializza completamente nella produzione del bene Y ed esporta tale bene. Pertanto, nel caso del paese H, il salario reale in termini del prezzo del bene Y, bene che continua ad essere prodotto in H, non cambia perché le condizioni concorrenziali di produzione nel settore Y richiedono l’eguaglianza tra salario reale e prodotto marginale del lavoro, ossia

$$\frac{w_h}{p_y^a} = \beta_h.$$

Ma che dire del salario reale in termini del prezzo del bene X, bene che non è più prodotto nel paese H? La Figura 12 mostra che con l’apertura al commercio internazionale, dato che il paese H esporta il bene Y, il prezzo relativo internazionale è più basso di quello di autarchia, cioè $p^* < p_h^a = \frac{\beta_h}{\alpha_h}$, e pertanto la retta di bilancio del

lavoratore ruota verso destra espandendo le possibilità di consumo. La nuova intercetta orizzontale, che rappresenta il salario reale in termini del prezzo del bene X, può essere facilmente ricavata come rapporto tra l’intercetta verticale e la nuova inclinazione della retta di bilancio, ossia la ragione di scambio internazionale (sapendo che l’inclinazione della retta di bilancio è data dal rapporto tra intercetta verticale e intercetta orizzontale).

La nuova intercetta è $\frac{\beta_h}{p^*}$. Pertanto, dato che il prezzo relativo internazionale è più basso di quello di autarchia, l'intercetta orizzontale si sposta a destra sull'asse delle ascisse segnalando l'aumento del salario reale in termini del prezzo del bene X:

$$\frac{w_h}{p_x^*} = \frac{\beta_h}{p^*} > \alpha_h = \frac{\beta_h}{p_h^a}$$

In definitiva, il commercio internazionale non altera il salario reale in termini del bene esportato ma fa aumentare il salario reale in termini del bene importato portando ad un incremento del reddito e del benessere dei lavoratori. Per quanto riguarda il paese F, l'argomentazione è del tutto analoga a quella fin qui svolta per il paese H e si lascia come esercizio allo studente. L'unica differenza da segnalare è che, nel caso del paese F, i lavoratori si troveranno con un salario reale invariato in termini del bene X, ma aumentato in termini del bene Y.

Infine, ancora un breve richiamo alla questione delle differenze internazionali dei salari. Come possiamo formalizzare la possibilità che esistano differenziali salariali tra i paesi nello schema fin qui esposto? La risposta è molto semplice e si deduce dall'argomentazione precedente. Supponiamo che il paese H abbia un vantaggio assoluto in entrambe le produzioni. Pertanto, per quanto riguarda il bene X, si ha che

$\alpha_h > \alpha_f$. Ciò implica che $\frac{w_h}{p_x^*} > \alpha_h > \alpha_f = \frac{w_f}{p_x^*}$. È pertanto dimostrato che il salario

reale in termini del prezzo del bene X è maggiore nel paese H.

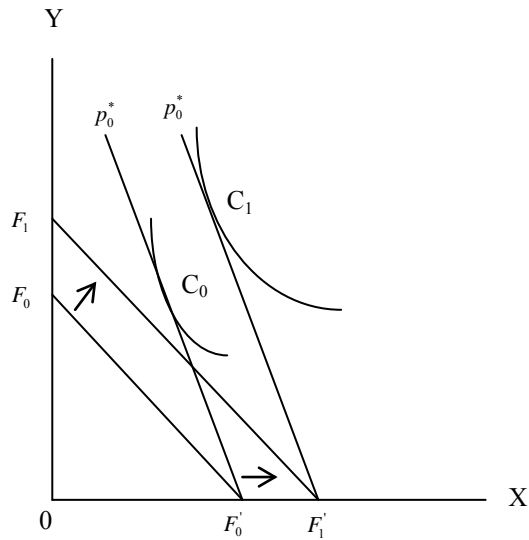
La stessa dimostrazione si applica al caso del bene Y e si lascia come esercizio allo studente.

3.2.5 La distribuzione dei vantaggi del commercio

Dopo aver esaminato il modello ricardiano e avere osservato che il passaggio dall'autarchia al libero scambio è *welfare improving* nel senso che conduce ad un aumento del reddito e del benessere dei lavoratori in entrambi i paesi, un ultimo accenno va fatto alla questione della distribuzione tra i paesi dei vantaggi del commercio.

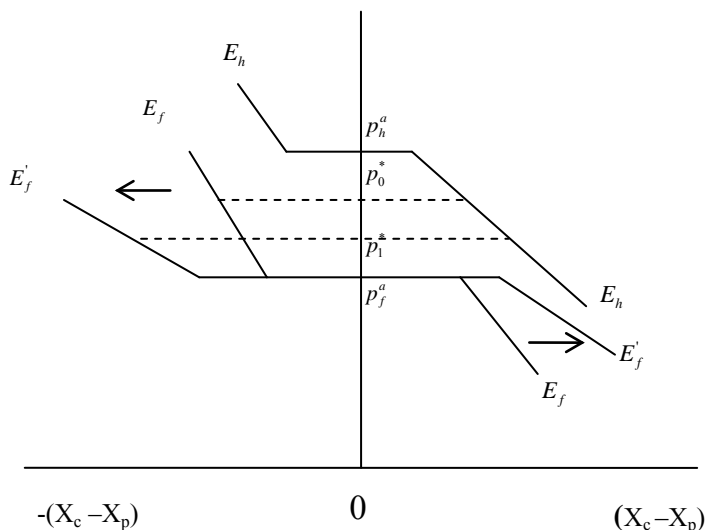
Un elemento importante che incide sulla distribuzione dei benefici del libero scambio è la dimensione stessa dei paesi che commerciano. Nella Figura 13 si fa l'ipotesi che il paese F diventi più grande grazie all'aumento della dotazione del lavoro \bar{L} o, alternativamente, all'incremento delle produttività α e β . Questa circostanza comporta un'espansione della frontiera delle possibilità produttive da F_0F_0' a F_1F_1' .

Figura 13. Espansione del paese F



Il paese, nella nuova situazione, vorrebbe altresì espandere il commercio in corrispondenza di qualunque prezzo relativo internazionale. Nella Figura 13, a ragione di scambio invariata, il benessere aggregato aumenta con il passaggio da C_0 a C_1 . Il problema è che la ragione di scambio internazionale, con l'espansione del commercio, non può restare immutata. Questo punto può essere chiarito guardando le consuete curve di eccesso di domanda nella Figura 14

Figura 14. Espansione della curva di eccesso di domanda del paese F



Nella figura si può notare che il tratto orizzontale della curva di eccesso di domanda del paese F si espande. Il problema è che alla ragione di scambio iniziale p_0^* , si crea un eccesso di esportazioni del bene X da parte del paese F che non è compensato dalle importazioni del paese H. Pertanto, la ragione di scambio di equilibrio si abbassa avvicinandosi al prezzo di autarchia del paese F (assume il valore p_1^* più vicino a p_f^a).

La variazione del prezzo relativo internazionale ha importanti implicazioni sulla distribuzione dei benefici derivanti dal commercio. Nell'esempio che stiamo considerando, la ragione di scambio internazionale peggiora nel caso del paese F (il prezzo relativo del bene esportato da F si abbassa) mentre migliora nel caso del paese H (il prezzo relativo del bene importato da H si abbassa). La Figura 15 chiarisce che l'espansione del paese F ha ripercussioni positive sul paese H in quanto gli consente di espandere le possibilità di consumo (attraverso il movimento da C_0 a C_1).

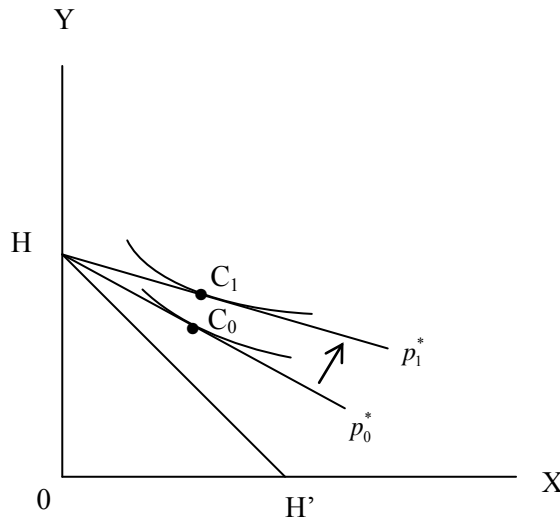
Tre considerazioni conclusive in merito alla distribuzione dei benefici del commercio.

In primo luogo, quanto più il prezzo relativo internazionale si allontana dal prezzo relativo di autarchia, tanto più il paese può espandere le sue possibilità di consumo. Nel caso estremo in cui la ragione di scambio internazionale dovesse coincidere con il prezzo relativo di autarchia di un paese, tutti i vantaggi del commercio sarebbe catturati dall'altro paese perché quest'ultimo vedrebbe allargarsi al massimo la forbice tra il suo prezzo di autarchia e il prezzo relativo internazionale.

In secondo luogo, l'esempio riportato suggerisce che, contrariamente alla saggezza comune, i maggiori beneficiari dello scambio commerciale sembrerebbero essere i paesi piccoli.

Infine, è importante notare che eventuali avanzamenti tecnologici, esemplificati nel nostro esempio da incrementi di produttività, non sono confinati al paese che li realizza ma hanno ripercussioni benefiche anche sugli altri paesi.

Figura 15. Effetti della crescita del paese F sul paese H



3.3 Dotazione di risorse e commercio internazionale

Nel paragrafo precedente, abbiamo osservato come il modello ricardiano ad un solo fattore conduca a predizioni teoriche forti circa le cause e gli effetti del commercio internazionale: costi opportunità costanti, completa specializzazione produttiva, l'esistenza di benefici derivanti dal commercio per tutti i lavoratori.

Comunque, nel mondo reale raramente osserviamo questo tipo di evidenza associata al commercio internazionale. Per esempio, non è vero che tutti i lavoratori traggono vantaggio quando il paese si apre alla liberalizzazione degli scambi; nei paesi avanzati, infatti, i rappresentanti dei lavoratori tendono a contrastare l'integrazione commerciale con i paesi emergenti. È necessario quindi fare un passo avanti rispetto al modello ricardiano e adottare ipotesi un po' più realistiche.

Il modello neoclassico di Heckscher-Ohlin (HO), che è alla base dell'analisi sviluppata in questo paragrafo, si differenzia dal modello ricardiano per due ragioni fondamentali.

In primo luogo, esso assume l'esistenza di un secondo fattore produttivo. Nel presente contesto, infatti, assumeremo che il lavoro non sia più indifferenziato ma si distingua in lavoro qualificato e lavoro non qualificato (*skilled* e *unskilled*, secondo la terminologia utilizzata dagli economisti).

In secondo luogo, esso neutralizza il ruolo delle differenze internazionali nella tecnologia assumendo identiche funzioni di produzione in entrambi i paesi. In questo modo, il modello favorisce una spiegazione del commercio internazionale in termini di differenze tra paesi nelle dotazioni fattoriali relative. Pertanto, viene ripristinata la prima delle cinque condizioni di assenza di commercio, elencate in precedenza, e viene violata la seconda: *i paesi hanno diverse dotazioni fattoriali relative*.

Inoltre, introducendo un secondo fattore nell'analisi, la frontiera delle possibilità produttive diventa concava rispetto all'origine e i costi opportunità diventano crescenti. Questa circostanza induce i paesi a produrre in *free trade* entrambi i beni piuttosto che specializzarsi completamente. Questo caso è più realistico rispetto alla completa specializzazione

In aggiunta, nel modello neoclassico di HO, benché il commercio internazionale accresca il benessere aggregato, esso determina una redistribuzione del reddito tra i fattori produttivi. In questo modo, il modello cattura il conflitto di interessi che emerge nel mondo reale tra gruppi sociali. Nella versione del modello qui presentata, vedremo che *il commercio internazionale ha effetti redistributivi tra lavoro qualificato e lavoro non qualificato*.

Infine, il modello è rilevante anche per un'altra ragione. Come si è detto, nel modello di HO, il vantaggio comparato è spiegato dalle differenze internazionali nelle dotazioni fattoriali. Esiste un largo consenso tra gli economisti riguardo il ruolo significativo che le dotazioni dei fattori svolgono nella spiegazione dei *pattern of trade*. Il modello di HO è importante, dunque, anche per la sua rilevanza empirica.

3.3.1 Gli effetti delle differenze tra paesi nelle dotazioni fattoriali: il teorema di Heckscher-Ohlin

Come si è detto, lo schema analitico fondato sulla teoria di HO che ci apprestiamo a considerare introduce un secondo fattore e viola soltanto una delle cinque ipotesi di assenza di commercio elencate in precedenza. Pertanto, le ipotesi generali alla base del funzionamento del modello sono le seguenti:

- 1) rendimenti di scala costanti per entrambi i beni X e Y ;
- 2) due fattori produttivi L_s e L_u , ossia lavoro qualificato (*skilled*) e lavoro non qualificato (*unskilled*), che sono presenti in dotazioni fisse nel paese e che sono mobili tra le industrie; questo significa che nell'intera economia del paese prevale un unico salario w_s per i lavoratori qualificati e un unico salario w_u per i lavoratori non qualificati; i due fattori sono immobili tra i paesi;
- 3) non ci sono distorsioni di mercato (come concorrenza imperfetta, sindacati, tasse); questo garantisce il pieno impiego dei fattori;
- 4) in entrambi i paesi le preferenze sono omogenee e identiche;
- 5) i paesi hanno identiche funzioni di produzione ma differenti dotazioni relative dei fattori.

Le differenze tra i paesi nelle dotazioni fattoriali relative sono definite dalla seguente disuguaglianza:

$$\left(\frac{\bar{L}_s}{\bar{L}_u} \right)_h > \left(\frac{\bar{L}_s}{\bar{L}_u} \right)_f . \quad (13)$$

Pertanto, il paese H è relativamente abbondante di lavoro qualificato, mentre il paese F è relativamente abbondante di lavoro non qualificato.

Anche i beni prodotti differiscono per le intensità fattoriali e questa differenza è definita come:

$$\left(\frac{L_s}{L_u} \right)_y > \left(\frac{L_s}{L_u} \right)_x \quad (14)$$

La (14) stabilisce che Y è il bene intensivo di lavoro qualificato e X è il bene intensivo di lavoro non qualificato.

Riguardo la condizione (14), è opportuno fare una precisazione. Dalla teoria microeconomica della produzione sappiamo che in equilibrio i produttori scelgono la combinazione ottimale dei fattori sulla base del loro prezzo relativo. Nel nostro caso, il prezzo relativo dei fattori è rappresentato dal salario relativo, ossia dal rapporto tra il salario dei lavoratori non qualificati (*unskilled*) e il salario dei lavoratori qualificati (*skilled*). Pertanto, il nostro prezzo relativo dei fattori è definito come:

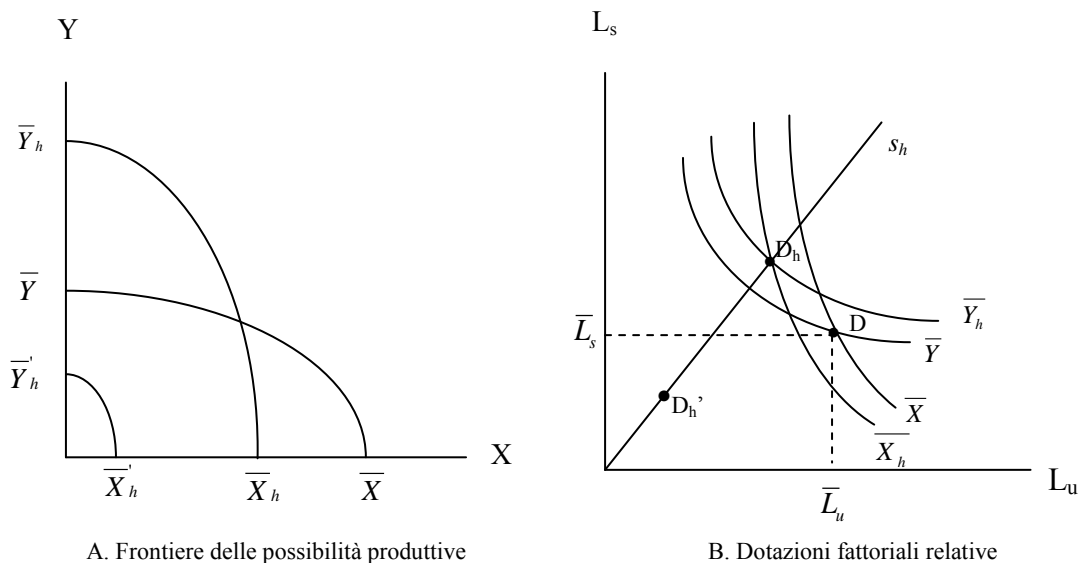
$$\omega = \frac{w_u}{w_s} \quad (15)$$

In principio, potrebbe accadere che in corrispondenza di un particolare valore di ω , i produttori scelgano lungo l'isoquante una combinazione dei fattori che determini un'inversione dell'ordinamento dei beni, basato sulle intensità fattoriali, stabilito dalla condizione (14).

Se accadesse questa eventualità, il buon funzionamento e i risultati del modello non potrebbero essere garantiti e, pertanto, è necessario introdurre l'assunzione ulteriore che non vi sia inversione delle intensità fattoriali: per qualunque valore di ω , Y resta sempre il bene *skill-intensive*, mentre X resta sempre il bene *unskill-intensive*.

Dopo aver chiarito le ipotesi di base del modello, passiamo a considerare le conseguenze che derivano dalle differenze tra paesi nelle dotazioni fattoriali relative. Il primo passo è considerare le implicazioni in termini di frontiera delle possibilità produttive. Si veda la Figura 16.

Figura 16. Dotazioni fattoriali relative e frontiera delle possibilità produttive



Supponiamo inizialmente che le dotazioni fattoriali relative siano uguali nei due paesi H e F. Questa situazione è esemplificata dal punto D nel riquadro B della figura 16. In corrispondenza di questo punto, le dotazioni dei due paesi sono rappresentate da \bar{L}_u e da \bar{L}_s . Se i paesi utilizzassero interamente queste dotazioni per produrre il bene X, il massimo livello producibile di questo bene sarebbe individuato sull'isoquante \bar{X} passante per il punto D; alternativamente, se le dotazioni fossero interamente destinate alla produzione di Y, il massimo livello producibile di questo bene sarebbe individuato sull'isoquante \bar{Y} passante per il punto D.

Queste due massime quantità producibili dei due beni sono i punti estremi della frontiera delle possibilità produttive riportata nel riquadro A, cioè la frontiera $\bar{X}\bar{Y}$.

Abbandoniamo adesso l'ipotesi di uguaglianza fra i due paesi delle dotazioni fattoriali relative (e quindi delle frontiere delle possibilità produttive) e assumiamo che il paese H abbia la dotazione fattoriale indicata dal punto D_h mentre il paese F continui ad avere la dotazione iniziale (indicata sempre dal punto D). Possiamo osservare che, in questo modo, il paese H ha accresciuto la sua dotazione di lavoro qualificato \bar{L}_s e diminuito la sua dotazione di lavoro non qualificato \bar{L}_u . Pertanto, rispetto al paese F, è ora relativamente più dotato di lavoro qualificato e questa circostanza è coerente con l'assunzione (13). Con le nuove dotazioni, rispetto alla situazione precedente, il paese H vedrà crescere la massima quantità producibile del bene Y (individuata sull'isoquante \bar{Y}_h passante per il punto D_h) e vedrà diminuire la massima quantità producibile del bene X (individuata sull'isoquante \bar{X}_h passante per il punto D_h). Questa

nuova situazione è riflessa nel cambiamento della frontiera delle possibilità produttive del paese H, riportata nel riquadro A della Figura 16. I punti estremi della frontiera delle possibilità produttive di H sono ora \bar{X}_h e \bar{Y}_h : l'aumento della dotazione di lavoro qualificato \bar{L}_s ha aumentato la massima quantità producibile del bene intensivo di lavoro qualificato e la diminuzione della dotazione di lavoro non qualificato \bar{L}_u ha diminuito il massimo output producibile del bene intensivo di lavoro non qualificato. Pertanto, *con differenti dotazioni relative dei fattori, i paesi H e F presentano differenti frontiere delle possibilità produttive: quella del paese H, abbondante del fattore L_s , si presenta più sbilanciata verso la produzione del bene Y (bene intensivo di L_s), mentre quella del paese F, abbondante del fattore L_u , è più sbilanciata verso la produzione del bene X (bene intensivo di L_u).*

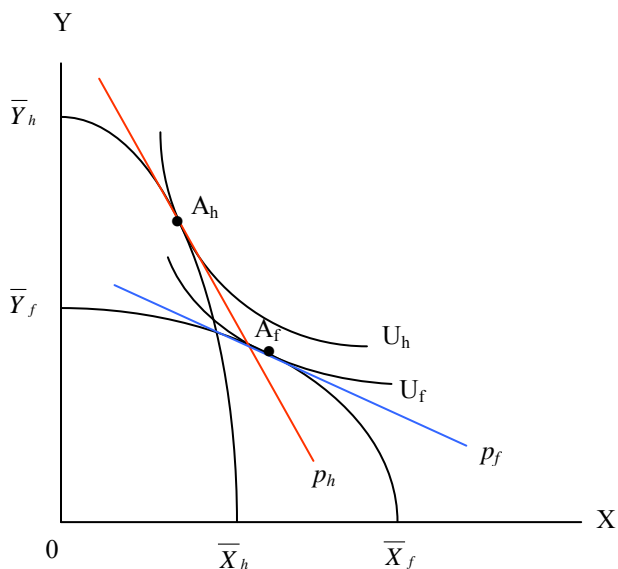
È importante rimarcare che questo risultato è indipendente dalla dimensione dei paesi. Questo aspetto può essere chiarito se si considera nuovamente il punto D_h riportato nel riquadro B della Figura 16. Questo punto, che come sappiamo indica la dotazione relativa del paese H, giace sul raggio dall'origine s_h , tutti i punti del quale segnalano identiche dotazioni relative. Sotto l'ipotesi di rendimenti di scala costanti, essendo gli isoquanti omogenei, è allora possibile far variare proporzionalmente la dimensione della frontiera delle possibilità produttive di H, individuando, per ogni punto del raggio s_h , la coppia di isoquanti che intersecano quel punto e che indicano la massima quantità di X e Y ottenibile con le dotazioni associate a quel punto. Se per esempio sul raggio s_h prendiamo in considerazione la dotazione D_h' , che poniamo sia $\frac{1}{4}$ della dotazione associata al punto D_h , la frontiera delle possibilità produttive di H si ridurrà proporzionalmente di $\frac{1}{4}$ mantenendo la sua forma iniziale. Nel riquadro A della Figura 16, la frontiera delle possibilità produttive associata alla dotazione D_h' è $\bar{X}'_h\bar{Y}'_h$ che come si vede è identica nella forma, ma ridotta nella scala, rispetto alla frontiera $\bar{X}_h\bar{Y}_h$. In altri termini, le frontiere $\bar{X}'_h\bar{Y}'_h$ e $\bar{X}_h\bar{Y}_h$, in corrispondenza di ogni raggio dall'origine, hanno la stessa inclinazione, ossia lo stesso saggio marginale di trasformazione (SMT).

Una volta chiarite le implicazioni, in termini di frontiera delle possibilità produttive, delle differenze tra H e F nelle dotazione fattoriali relative, l'equilibrio di autarchia per i due paesi si presenta come nella Figura 17. In particolare, si ha che

$$P_h > P_f \quad (16)$$

Secondo la (16), il prezzo relativo di autarchia del paese H è più elevato di quello del paese F.

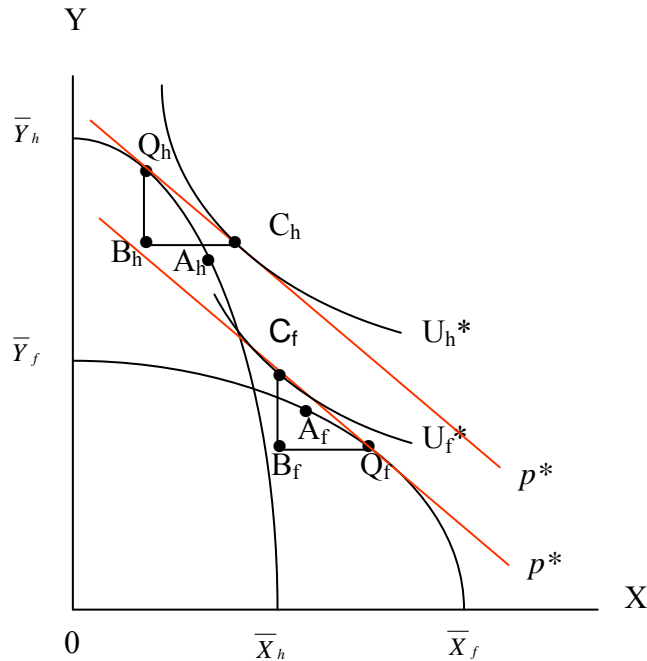
Figura 17. Equilibrio di autarchia



Questa configurazione è coerente con la logica economica: il paese abbondante di lavoro non qualificato (F) è più efficiente nella produzione di quel bene la cui fabbricazione richiede un uso maggiore di lavoro non qualificato; mentre il paese abbondante di lavoro qualificato (H) è più efficiente nella produzione del bene *skill-intensive*. Ancora una volta, è importante sottolineare che questo risultato è indipendente dalla dimensione dei paesi: sotto l'ipotesi di omogeneità delle frontiere delle possibilità produttive e delle curve di indifferenza, i prezzi di autarchia sarebbero esattamente gli stessi se le dimensioni assolute dei paesi variassero (infatti, lungo i raggi $0A_h$ e $0A_f$, ogni tangente alle possibili frontiere di scala diversa ha la stessa inclinazione, ossia lo stesso prezzo relativo). Gli elementi cruciali che determinano la configurazione dei prezzi di autarchia espressa dalla (16) non sono le dimensioni assolute ma sono le dotazioni *relative* dei paesi e le intensità fattoriali dei beni: per questo motivo lo schema analitico di HO è anche definito *modello della proporzione dei fattori*.

Chiediamoci ora cosa succede se i due paesi si aprono al commercio internazionale. Si veda la Figura 18

Figura 18. Equilibrio HO



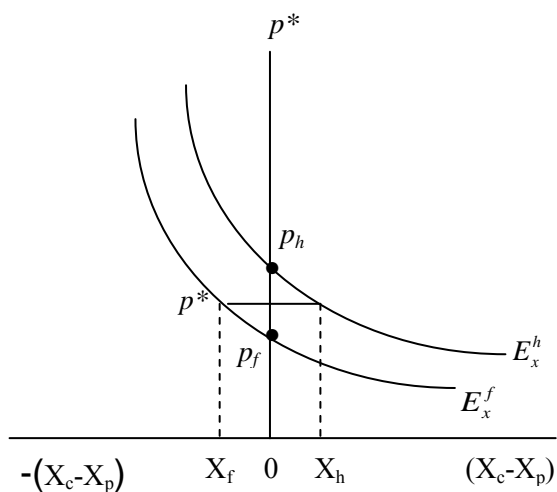
I punti di partenza da considerare sono gli equilibri di autarchia A_h e A_f che riproducono la stessa configurazione di prezzo espressa dalla (16), cioè si ha che $p_h > p_f$. Quando i due paesi liberalizzano gli scambi commerciali, i residenti del paese H desiderano acquistare il bene X dal paese F perché in questo paese il prezzo del bene è più basso, mentre i residenti del paese F trovano conveniente acquistare il bene Y dal paese H perché in questo paese il bene Y è più a buon mercato. Pertanto, il cambiamento della domanda che si verifica nella situazione di libero scambio sollecita una modificazione della produzione. In particolare, nel paese H il mix produttivo si sposta maggiormente verso il bene Y, mentre nel paese F verso il bene X. Questo movimento lungo le frontiere delle possibilità produttive dei due paesi comporta un *aumento del prezzo relativo nel paese F e una diminuzione del prezzo relativo nel paese H*. L'aggiustamento continuerà fino a quando gli eccessi di domanda e offerta relativi ai due beni nei due paesi si compenseranno al prezzo relativo internazionale di equilibrio p^* . In corrispondenza di tale prezzo, i nuovi punti di equilibrio di *free trade* sono Q_h e Q_f rispettivamente per il paese H e per il paese F. Come si vede, nell'equilibrio di libero scambio entrambi i beni vengono prodotti nei due paesi; pertanto, non vi è specializzazione completa come nel modello ricardiano.

Al prezzo di equilibrio, dire che gli eccessi di domanda e offerta si compensano implica dire che la condizione di equilibrio della bilancia commerciale sia rispettata. Questa condizione si può verificare confrontando tra loro i triangoli $Q_h B_h C_h$ e $C_f B_f Q_f$ riferiti rispettivamente a H e F. Questi triangoli sono uguali. Pertanto se il lato $Q_h B_h$ è uguale al

lato C_fB_f , significa che l'esportazione del bene Y da parte di H è uguale all'importazione dello stesso bene da parte di F ; se il lato B_hC_h è uguale al lato B_fQ_f , significa che l'importazione del bene X da parte di H è uguale all'esportazione dello stesso bene da parte di F . Per quanto riguarda i benefici derivanti dal commercio, la Figura 18 mostra che entrambi i paesi, con il libero scambio, espandono le possibilità di consumo: le curve di indifferenza, infatti, sono esterne alle frontiere dei due paesi.

L'equilibrio internazionale può anche essere rappresentato nel consueto diagramma che rappresenta le curve di eccesso di domanda (del bene X) per i due paesi (cfr. Figura 19).

Figura 19. Equilibrio internazionale



In conclusione, dai risultati della discussione fin qui svolta, possiamo affermare che: *un paese esporta il bene la cui produzione richiede l'uso intensivo del fattore che è relativamente abbondante nel paese*. Questa, sostanzialmente, è la proposizione fondamentale del teorema di Heckscher-Ohlin.

In particolare, nella nostra versione del modello, possiamo concludere che il paese relativamente abbondante di lavoro qualificato esporta il bene *skill-intensive* e importa l'altro bene, mentre il paese relativamente abbondante di lavoro non qualificato esporta il bene *unskill-intensive* e importa l'altro bene.

3.3.2 La relazione tra prezzo dei beni e prezzo dei fattori

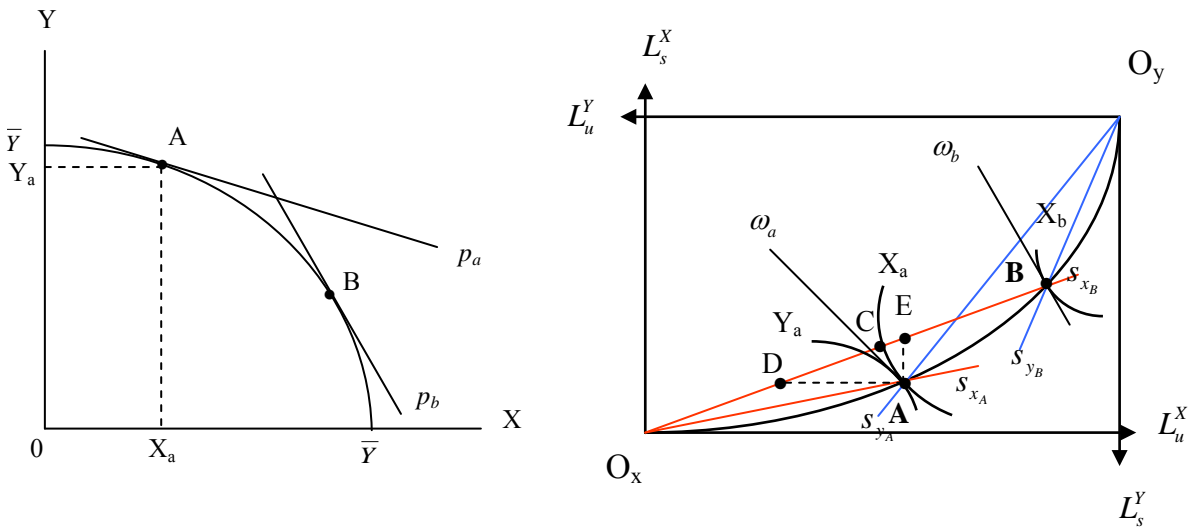
Nella discussione precedente abbiamo osservato come il commercio internazionale induca nei paesi un aggiustamento dei prezzi relativi dei beni che si accompagna a sostanziali modificazioni della composizione della produzione e,

pertanto, a una riallocazione delle risorse che non può non avere un impatto sul mercato dei fattori. In altri termini, possiamo dire che in una situazione di libero scambio un paese, esportando il bene intensivo del suo fattore abbondante, virtualmente esporta soprattutto i servizi di tale fattore e questa circostanza ha un impatto su domanda e offerta di quel fattore e quindi sul suo prezzo. Il teorema dell'equalizzazione internazionale del prezzo dei fattori indaga su questi aspetti, guardando soprattutto alla relazione esistente in *free trade* tra prezzo dei beni e prezzo dei fattori. Questa relazione può essere esplorata esaminando la Figura 20. La figura presenta due quadranti, quello di sinistra riferito alla variazione del prezzo relativo dei beni, cioè alla variazione di $p = \frac{P_x}{P_y}$, e l'altro riferito alla variazione del prezzo

relativo dei fattori, cioè alla variazione di $\omega = \frac{w_u}{w_s}$.

Nel quadrante di sinistra, partiamo dalla situazione iniziale definita dal punto A (che possiamo assumere come l'equilibrio di autarchia) in corrispondenza del quale il prezzo relativo di equilibrio è p_a . Questo stesso punto può essere visualizzato nel diagramma di destra come punto di tangenza tra gli isoquanti X_a e Y_a . Come lo studente sa dalla microeconomia, il diagramma di destra è la scatola di Edgeworth.

Figura 20. La relazione tra prezzo dei beni e prezzo dei fattori



A. Variazione del prezzo dei beni

B. Variazione del prezzo dei fattori

Può essere utile un breve richiamo sul significato di questo strumento che solitamente viene utilizzato per rappresentare le allocazioni ottimali di consumo o di produzione. Nella fattispecie, le dimensioni della scatola sono date dalle dotazioni di L_u e di L_s di cui dispone il paese e ogni punto nella scatola è un punto di pieno impiego e indica come queste dotazioni vengono allocate nell'industria X (le cui allocazioni sono misurate a partire dall'origine O_x) e nell'industria Y (le cui allocazioni sono misurate a partire dall'origine O_y). In corrispondenza di ogni allocazione, la scatola riporta i livelli produttivi di X e Y in termini di isoquanti riferiti alle due industrie (maggiori livelli produttivi di X sono indicati da isoquanti più distanti dall'origine O_x , mentre maggiori livelli produttivi di Y sono indicati da isoquanti più distanti dall'origine O_y).

Dato che i produttori di entrambe le industrie devono fronteggiare stessi prezzi relativi dei fattori, e dato che la scelta della combinazione ottima dei fattori richiede la condizione di tangenza tra isoquanto e prezzo relativo dei fattori, per ogni valore di ω ci sarà tangenza tra l'isoquanto di X e quello di Y . Tutti i punti di tangenza tra gli isoquanti rappresentano punti della frontiera delle possibilità produttive (che nella figura è rappresentata dalla curva che unisce le due origini della scatola) e a ogni punto è associato un diverso ω . Dopo questo breve richiamo sulla scatola di Edgeworth, ritorniamo a considerare il punto A nel diagramma di destra della Figura 20. In corrispondenza di questo punto, come dicevamo, gli isoquanti X_a e Y_a sono tangenti in corrispondenza di un prezzo relativo dei fattori ω_a . Pertanto, nella situazione iniziale di autarchia, al prezzo relativo dei beni p_a è associato il prezzo relativo dei fattori ω_a .

Chiediamoci ora quali sono le conseguenze sulla relazione tra p e ω quando il paese si apre al commercio internazionale. Nel diagramma di sinistra della Figura 20, supponiamo che l'apertura commerciale determini un aumento del prezzo relativo. Il nuovo prezzo è p_b e il nuovo punto di produzione sulla frontiera è B . In corrispondenza di questo punto, il livello produttivo di X è aumentato, mentre quello di Y è diminuito. Il punto di equilibrio B può essere visualizzato nella scatola di Edgeworth riprodotta nel riquadro di destra della figura e, come si vede, in corrispondenza di tale punto il prezzo relativo dei fattori è ω_b .

È facile dimostrare che $\omega_b > \omega_a$.² Pertanto, un aumento del prezzo relativo del bene *unskill-intensive* (cioè intensivo di lavoro non qualificato) porterà ad un aumento della remunerazione relativa del fattore utilizzato intensivamente nella produzione di quel bene (il lavoro non qualificato, appunto). La logica dell'aggiustamento è chiara: l'industria declinante Y , l'industria *skill intensive*, libererà risorse in una combinazione

² Infatti lungo il raggio dall'origine S_{x_B} , l'inclinazione degli isoquanti è la stessa e, pertanto, nel punto C l'inclinazione dell'isoquanto X_a è la stessa che nel punto B . Il confronto tra A e C è allora equivalente al confronto tra A e B . Confrontando i punti A e C sullo stesso isoquanto X_a è evidente che nel punto C l'inclinazione è maggiore che in A e pertanto $\omega_b > \omega_a$.

caratterizzata da un rapporto L_s / L_u che l'industria *unskill-intensive* non sceglierebbe al prezzo relativo dei fattori iniziale. Pertanto, si determina un eccesso di offerta di L_s e un eccesso di domanda di L_u che porta ad un aumento di ω . Da notare che l'aumento di ω porta entrambe le industrie a utilizzare tecniche produttive più orientate ad un maggiore impiego di L_s (infatti i raggi dall'origine s_{x_B} e s_{y_B} , che indicano l'impiego relativo dei fattori rispettivamente nell'industria X e in quella Y nella nuova situazione di *free trade*, risultano più ripidi, cioè più sbilanciati verso l'asse del lavoro qualificato, L_s , rispetto alla situazione iniziale).

Ovviamente, se, con l'apertura commerciale, ipotizzassimo una diminuzione del prezzo relativo p (quindi un aumento del prezzo del bene Y in termini di X), tutto il ragionamento sarebbe invertito: si determinerebbe un aumento della remunerazione relativa dei lavoratori qualificati, cioè un abbassamento di ω , e le imprese di entrambe le industrie si orienterebbero verso un maggiore impiego del lavoro non qualificato.

In conclusione, abbiamo verificato che c'è una relazione uno a uno tra prezzo relativo dei beni e prezzo relativo dei fattori che, in termini formali, può essere espressa da:

$$\omega = \frac{w_u}{w_s} = \Omega\left(\frac{p_x}{p_y}\right) \quad (17)$$

La (17) indica una funzione che dipende dalle funzioni di produzione dei due beni. Sotto l'ipotesi che i paesi H e F abbiano identiche funzioni di produzione, la relazione tra prezzo relativo dei beni e prezzo relativo dei fattori, ossia la (17), sarà identica nei due paesi. Ne conseguono due implicazioni

- a) in autarchia, se $p_h > p_f$ si ha che $\omega_h > \omega_f$;
- b) dato che il commercio porta all'equalizzazione del prezzo relativo dei beni, esso porterà anche all'equalizzazione del prezzo relativo dei fattori.

3.3.3 Il teorema di Stolper Samuelson

Il teorema di Stolper Samuelson riguarda la relazione tra prezzo dei beni e remunerazioni reali dei fattori: cambiamenti indotti dal commercio internazionale nel prezzo relativo dei beni hanno effetti sulla distribuzione del reddito reale tra lavoro qualificato e lavoro non qualificato. In particolare, rimanendo nell'esempio precedente, se ipotizziamo un aumento del prezzo relativo del bene *unskill-intensive*, questo movimento determinerà un aumento del salario reale (espresso sia in termini del prezzo del bene X che di quello del bene Y) dei lavoratori non qualificati e un declino del salario reale (espresso sia in termini del prezzo del bene X che di quello del bene Y) dei lavoratori qualificati.

Per dimostrare questo, ricordiamo le condizioni di massimizzazione del profitto:

$$\begin{aligned}
 PML_s^X &= \frac{w_s}{p_x} & PML_u^X &= \frac{w_u}{p_x} \\
 PML_s^Y &= \frac{w_s}{p_y} & PML_u^Y &= \frac{w_u}{p_y}
 \end{aligned}
 \tag{18}$$

Le condizioni stabilite dalla (18) ci dicono che il prodotto marginale del lavoro qualificato e del lavoro non qualificato devono essere uguali rispettivamente al rapporto tra saggio del salario nominale di ciascuna categoria di lavoro e prezzi dei due beni X e Y . Queste condizioni devono essere sempre verificate e se, per esempio, $\frac{w_u}{p_x}$ e

$\frac{w_u}{p_y}$ aumentano, ossia se aumenta il salario reale dei lavoratori non qualificati (in termini dei prezzi di entrambi i beni), allora anche PML_u^X e PML_u^Y devono aumentare (e se invece $\frac{w_s}{p_x}$ e $\frac{w_s}{p_y}$ diminuiscono, anche PML_s^X e PML_s^Y devono diminuire).

È facile verificare che questo tipo di relazioni tra remunerazioni reali e produttività marginali seguono dalle proprietà delle funzioni di produzione di tipo neoclassico che sono state assunte nel modello.

In particolare, se ritorniamo alla Figura 20 (riquadro B), come abbiamo notato in precedenza, i raggi dall'origine s_{x_B} e s_{y_B} - che indicano l'impiego relativo dei fattori,

ossia $\frac{L_s}{L_u}$, rispettivamente nell'industria X e in quella Y nella nuova situazione di *free*

trade indicata nel punto B - risultano più ripidi, cioè più sbilanciati verso l'asse del lavoro qualificato, L_s , rispetto alla situazione iniziale. In altri termini, in entrambe le industrie, le imprese utilizzano tecniche produttive che impiegano relativamente più lavoro *skilled* e relativamente meno lavoro *unskilled* rispetto alla situazione precedente.

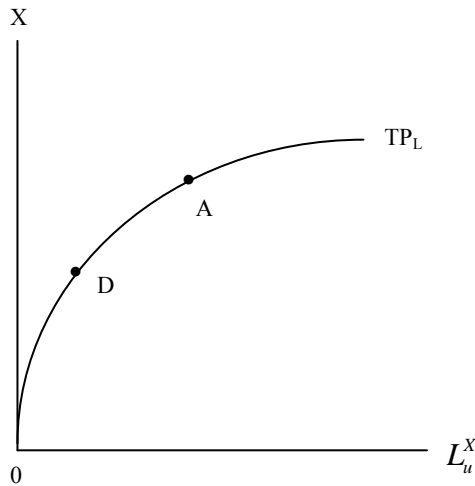
Ma l'aumento del rapporto $\frac{L_s}{L_u}$ implica un aumento del prodotto marginale del lavoro

non qualificato e una riduzione del prodotto marginale del lavoro qualificato.

Questo effetto deriva dall'assunzione di rendimenti costanti di scala e può essere verificato ritornando alla scatola di Edgeworth riportata in Figura 20. L'inclinazione degli isoquanti, e pertanto le produttività marginali di entrambi i fattori, sono costanti lungo ogni raggio dall'origine. Pertanto, data l'equivalenza dei punti B e D che giacciono sullo stesso raggio s_{x_B} , possiamo confrontare A e D per misurare il cambiamento di produttività marginale che si verifica nell'industria X (nel passaggio da A a B). È evidente che il passaggio da A a D comporta un aumento della produttività

marginale del lavoro *unskilled*: per un ammontare fisso di L_s , si riduce l'ammontare di L_u . Il grafico 21 riporta la curva del prodotto totale in relazione alle variazioni di L_u e chiarisce ulteriormente che il passaggio da A a D comporta un aumento della produttività marginale del lavoro *unskilled*.

Figura 21. Curva del prodotto totale per L_u



Pertanto, il passaggio al *free trade* comporta, per le assunzioni fatte, un aumento del salario reale dei lavoratori *unskilled* in termini del bene X. Ma che dire delle remunerazioni reali dei lavoratori qualificati? Sempre nella scatola di Edgeworth riportata in Figura 20, il confronto tra A e E (che è equivalente al confronto tra A e B), ci dice che il prodotto marginale dei lavoratori *skilled* nell'industria X diminuisce: infatti il movimento da A a E comporta che, a parità di L_u , aumenta l'impiego di L_s . Ne consegue che il passaggio al *free trade* comporta un declino del salario reale dei lavoratori qualificati in termini del prezzo del bene X.

Dato che anche nell'industria produttrice del bene Y l'impiego relativo del lavoro *skilled*, cioè il rapporto $\frac{L_s}{L_u}$, aumenta, gli stessi risultati possono estesi all'industria Y

(si avrà, cioè, che il salario reale degli *unskilled* in termini del prezzo del bene Y aumenta, mentre il salario reale degli *skilled* in termini del prezzo del bene Y diminuisce).

In conclusione, l'argomentazione fin qui svolta, ci porta alla proposizione fondamentale del teorema di Stolper Samuelson: *in presenza di rendimenti costanti di scala, l'aumento del prezzo relativo di un bene accresce la remunerazione reale del*

fattore utilizzato intensivamente nella produzione di quel bene e riduce la remunerazione dell'altro fattore

Nel nostro caso, in accordo con il teorema di Stolper Samuelson, l'aumento del prezzo relativo del bene *unskill-intensive* accresce il salario reale degli *unskilled* e fa diminuire il salario reale degli *skilled*.

3.3.4 Cambiamento delle dotazioni fattoriali: il teorema di Rybczynski

Per concludere la nostra discussione sulle differenze tra paesi nelle dotazioni fattoriali relative come causa del commercio internazionale, chiediamoci quali sono gli effetti di una *variazione* della dotazione relativa dei fattori sull'economia di un paese.

Il teorema di Rybczynski riguarda la relazione tra cambiamenti delle dotazioni fattoriali e cambiamenti della composizione della produzione, assumendo che i prezzi relativi internazionali siano dati e non cambino.

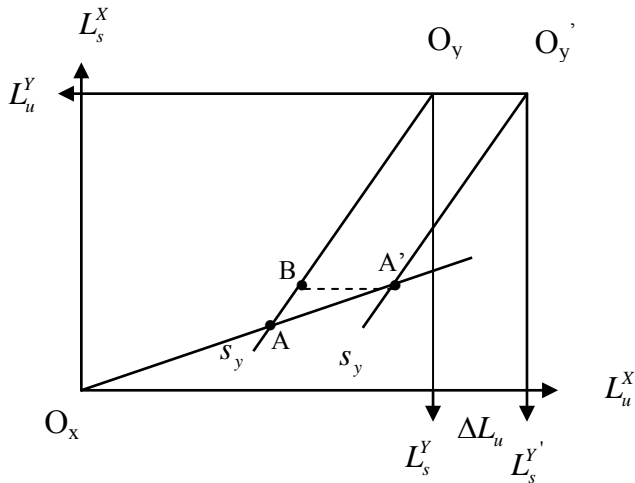
Supponiamo che un afflusso di immigrati con un basso grado di istruzione e di specializzazione lavorativa accresca la dotazione di lavoro non qualificato del paese. La Figura 22 esemplifica questo cambiamento nelle dotazioni fattoriali relative. La figura riproduce nuovamente la scatola di Edgeworth (questa volta senza la curva della frontiera delle possibilità produttive e senza il riferimento agli isoquanti). L'afflusso di immigrati non qualificati comporta uno slittamento dell'origine riferita al bene *Y* dalla posizione O_y alla posizione O'_y : la scatola si espande in senso orizzontale. Dalla discussione precedente, sappiamo che esiste una relazione uno a uno tra prezzo relativo dei beni e prezzo relativo dei fattori. Pertanto, se il prezzo relativo dei beni non cambia, il prezzo relativo dei fattori sarà costante e, conseguentemente, lo sarà anche il rapporto

$$s = \frac{L_s}{L_u} \text{ riferito a entrambe le industrie.}$$

Questo implica che il raggio s_x (che parte dall'origine O_x e che sta a indicare il rapporto *skilled/unskilled* impiegato nell'industria *X*) non sarà influenzato dall'afflusso di immigrati, mentre il raggio s_y (che parte dall'origine O_y e che sta a indicare il rapporto *skilled/unskilled* impiegato nell'industria *Y*) slitterà parallelamente verso destra insieme a O_y . Il nuovo equilibrio si porterà da *A* al punto A' . Dato che A' è più distante dall'origine O_x rispetto al punto iniziale *A*, *la produzione aumenta nell'industria X*.

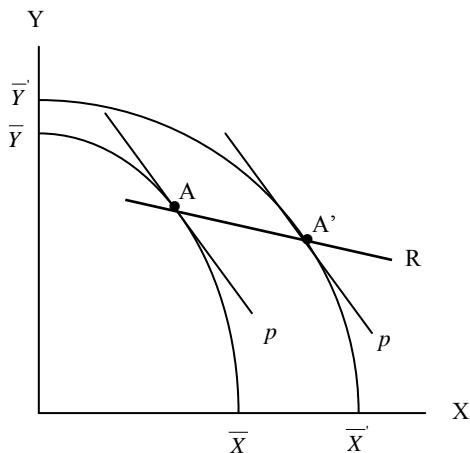
Mentre, poiché il segmento O_yB è uguale al segmento O'_yA' e ne consegue che $O_yA > O'_yA'$, *la produzione del bene Y diminuisce nel nuovo equilibrio*.

Figura 22. Effetto della variazione delle dotazioni fattoriali sull'output



La Figura 23 mostra l'effetto di questo incremento nella dotazione di lavoro non qualificato sulla frontiera delle possibilità produttive. Il punto iniziale è il punto A, dove la linea del prezzo è tangente alla frontiera delle possibilità produttive. Dopo che l'afflusso di immigrati ha accresciuto la dotazione di lavoro *unskilled*, il nuovo equilibrio si sposta nel punto A', dove è aumentata la produzione di X ed è diminuita la produzione di Y. Questo risultato si avrebbe per qualunque prezzo relativo e, pertanto, la nuova frontiera delle possibilità produttive è sbilanciata verso il bene X. La retta R passante per A e A' è chiamata linea di Rybczynski. Questa linea mostra come cambia la composizione della produzione in presenza di variazioni nelle dotazioni di un fattore, dati i prezzi relativi.

Figura 23. Linea di Rybczynski



In conclusione, la breve discussione sull'impatto della variazione delle dotazioni fattoriali sulla composizione dell'output ci porta alla proposizione fondamentale del teorema di Rybczynski: *se i prezzi relativi sono costanti, l'aumento della dotazione di un fattore porterà alla crescita dell'output nell'industria che impiega intensivamente quel fattore e una riduzione dell'output dell'altra industria.*

Nel nostro caso, in linea con il teorema di Rybczynski, l'incremento della dotazione di lavoro non qualificato accresce l'output dell'industria *unskill-intensive* e riduce l'output dell'altra industria.

3.4 Commercio internazionale e distribuzione del reddito

Negli ultimi anni la dinamica dell'economia mondiale è stata caratterizzata da tre sviluppi fondamentali che sono stati percepiti come responsabili di effetti significativi sui mercati del lavoro dei paesi avanzati: i) l'apertura all'economia di mercato di Cina, India e paesi ex comunisti dell'Europa centro-orientale, un cambiamento che in due decenni ha raddoppiato la forza lavoro mondiale, ii) la diffusione di tecnologie dell'informazione e della comunicazione che hanno enormemente facilitato la frammentazione internazionale della produzione e l'*outsourcing* dei servizi; iii) l'aumento dei flussi migratori provenienti dai paesi in via di sviluppo.

Tutti questi drammatici cambiamenti nei processi di integrazione economica internazionale hanno contribuito a propagare insicurezza tra i lavoratori delle economie avanzate, sia in termini di paura di perdere il posto di lavoro che in termini di timore di decurtazione delle retribuzioni reali. Anche se questi sentimenti di ansia legati alla globalizzazione sono correntemente supportati da evidenze aneddotiche, da sondaggi di opinione e da studi basati su *survey data* al livello individuale, fino ad anni recenti la gran parte dell'opinione accademica non credeva che la crescente integrazione tra paesi

avanzati ed economie emergenti avesse un impatto negativo sui mercati del lavoro dei paesi sviluppati (i motivi di questo scetticismo verranno chiariti tra breve).

In effetti, come abbiamo avuto modo di osservare nei paragrafi precedenti, la teoria standard del commercio internazionale, basata sul concetto di vantaggio comparato, può essere interpretata essenzialmente come una narrazione benevola circa gli effetti della globalizzazione, in quanto afferma che differenze internazionali nella tecnologia o nelle dotazioni relative dei fattori sono fonte di benefici reciproci quando paesi diversi decidono di commerciare tra di loro.

Tuttavia, il modello Heckscher-Ohlin chiarisce anche che, sebbene il libero scambio aumenti il benessere complessivo, esso determina una redistribuzione del reddito reale tra i fattori di produzione. Per questo motivo il modello HO è stato assunto come punto di partenza per interpretare i fatti stilizzati che sono emersi negli anni '80 del secolo scorso nelle economie avanzate e che hanno avviato il dibattito, tuttora aperto, sulla possibile interazione tra commercio internazionale, salari relativi e occupazione.

I fatti stilizzati a cui ci si riferisce riguardavano due evidenze empiriche.

Da un lato, la distribuzione del reddito era cambiata drammaticamente negli Stati Uniti, con un allargamento del divario retributivo tra lavoratori qualificati e lavoratori non qualificati. Benché i paesi europei non registrassero un tale divario nelle remunerazioni relative (con l'eccezione del Regno Unito, all'epoca), essi presentavano in ogni caso elevati tassi di disoccupazione soprattutto fra i lavoratori *unskilled*.

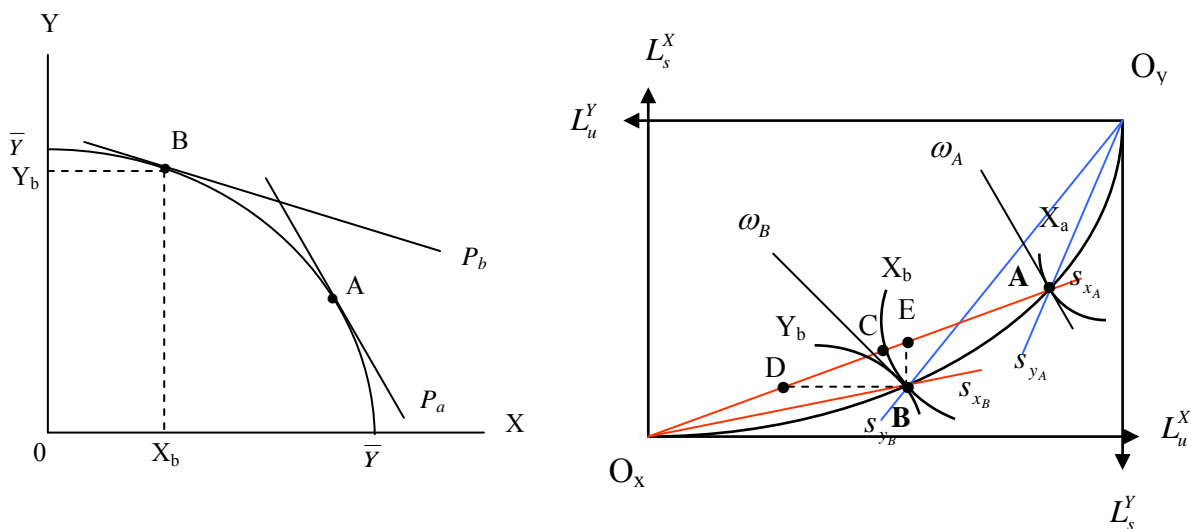
Dall'altro lato, la liberalizzazione degli scambi commerciali degli anni '80 aveva favorito una forte penetrazione delle esportazioni dei paesi emergenti – soprattutto le cosiddette “tigri asiatiche” – nei mercati dei paesi avanzati.

È sembrato naturale, allora, associare questi fatti stilizzati ad una teoria del commercio internazionale, il modello di HO, che fa predizioni forti circa gli effetti del commercio internazionale sulla distribuzione del reddito: l'apertura commerciale tra paesi che hanno differenti dotazioni relative di lavoro qualificato porta ad un declino del salario relativo degli *unskilled* nelle economie avanzate, economie maggiormente dotate di capitale umano qualificato e che si specializzano in produzioni *skill-intensive*. Nonostante i fatti stilizzati sembrassero conformarsi alle predizioni del modello HO, la maggioranza degli economisti accademici, come si è detto, negava che l'effetto *trade* fosse rilevante per interpretare le dinamiche del mercato del lavoro. Erano soprattutto gli economisti esperti di teoria del commercio internazionale – per esempio, tra gli altri, Lawrence e Slaughter (1993) e Krugman e Lawrence (1994) – coloro che con più veemenza esprimevano il loro scetticismo circa la rilevanza dell'impatto del commercio internazionale sul mercato del lavoro. A prima vista, questa posizione potrebbe sembrare paradossale – come ha sottolineato Freeman (1995) – ma essa si rivela del tutto ragionevole quando tutte le implicazioni del modello di Heckscher-Ohlin sono poste a confronto con l'evidenza empirica.

Pertanto, proviamo a ripercorrere tutti i passi della catena causale postulata dal modello HO ritornando allo schema analitico esaminato nel paragrafo precedente e assumendo che i paesi avanzati siano rappresentati dal paese H e che i paesi emergenti siano rappresentati dal paese F. Una volta che abbiamo analizzato tutti i passaggi rilevanti, poniamo a confronto le predizioni teoriche del modello con l'evidenza

empirica degli ultimi decenni. Per facilitare questo esercizio, riproduciamo nuovamente la Figura 20 esaminata in precedenza con un'unica variante: assumiamo che il passaggio dall'autarchia al libero scambio comporti adesso una *diminuzione del prezzo relativo* di X in termini di Y. Dato che X è il bene *unskill-intensive*, ciò significa che la frontiera delle possibilità produttive si riferisce al paese H (mentre prima assumevamo implicitamente che si riferisse al paese F). La Figura 24 riporta questa variante.

Figura 24. La relazione tra prezzo dei beni e prezzo dei fattori. Paese H



A. Variazione del prezzo dei beni

B. Variazione del prezzo dei fattori

Esaminiamo la Figura 24. La catena di causazione del modello HO applicata all'interscambio tra paesi avanzati e paesi emergenti può essere sintetizzata nei seguenti passaggi:

1. l'aumento delle esportazioni dei paesi emergenti (paese F) verso i paesi avanzati (paese H) fa diminuire il prezzo relativo che da p_a si porta a p_b (riquadro di sinistra della Figura 24). In altri termini, il prezzo relativo del bene *unskill-intensive* importato dai paesi avanzati diminuisce e, implicitamente, aumenta il prezzo relativo del bene *skill-intensive* esportato dai paesi avanzati;
2. il declino del prezzo relativo del bene *unskill-intensive* comporta una riduzione del salario relativo degli *unskilled* da ω_A a ω_b (riquadro di destra della Figura 24) e una riduzione del loro salario reale (secondo Stolper Samuelson);
3. questo spinge entrambe le industrie a sostituire lavoro qualificato con lavoro non qualificato: il rapporto *skilled/unskilled* nelle due industrie, esemplificato

dai raggi che partono dall'origine s_x e s_y , diminuisce nel passaggio da A a B (riquadro di destra della Figura 24);

4. ciò, per mantenere il pieno impiego, comporta la sostituzione intersettoriale della produzione verso l'industria *skill-intensive* (spostamento verso il bene Y nel riquadro di sinistra della Figura 24).

Quando confrontiamo le 4 predizioni teoriche della catena di causazione del modello di HO con l'evidenza empirica, emergono delle discrepanze. In primo luogo la relazione uno a uno tra prezzi dei beni e prezzi dei fattori, così importante nello schema HO, non è confermata dai dati; per esempio, non è generalmente vero che i prezzi dei beni *skill-intensive* aumentano nei paesi avanzati (vedi i prezzi nel settore dell'elettronica). In secondo luogo, l'evidenza empirica non segnala che nei paesi avanzati le imprese tendano ad adottare tecniche produttive più *unskill-intensive*; semmai, avviene il contrario. In terzo luogo, i dati non mostrano una sostanziale riallocazione intersettoriale della produzione nei paesi sviluppati. Pertanto, queste incongruenze tra predizioni teoriche ed evidenza empirica e l'ulteriore considerazione che la gran parte del commercio mondiale è di tipo intraindustriale (ora anche quello Nord-Sud) indeboliscono il potere esplicativo del modello HO nel sostenere che vi sia una relazione forte tra commercio internazionale e mercato del lavoro dietro i fatti stilizzati a cui abbiamo accennato. Per tutte queste ragioni, almeno fino alla fine del secolo scorso, la maggioranza degli economisti ha ridimensionato il ruolo del commercio internazionale nella spiegazione delle dinamiche del mercato del lavoro e della distribuzione del reddito nei paesi avanzati, e ha spostato l'enfasi sul ruolo del *cambiamento tecnologico*. Quest'ultimo, infatti, essendo *skill-biased*, ossia sbilanciato a favore della domanda di lavoro qualificato, comporterebbe in tutti i settori un maggior impiego relativo di lavoratori qualificati, diminuendo la retribuzione relativa dei lavoratori *unskilled*.

Se questa è stata l'evoluzione del dibattito su "*trade and job*" fino agli anni recenti, come possono essere giustificate allora, sul piano analitico, le preoccupazioni reali che i lavoratori manifestano nei confronti della globalizzazione?

In effetti, negli ultimi anni, numerosi contributi hanno offerto schemi interpretativi più in linea con la percezione da parte degli individui dell'impatto avverso della globalizzazione nelle economie avanzate. Questi studi hanno sviluppato l'analisi in più direzioni. In primo luogo, si è prefigurata la rilevanza di effetti redistributivi e di riallocazione delle risorse anche con riferimento al commercio intraindustriale. Solitamente, a questo tipo di commercio vengono associati effetti sul mercato del lavoro meno severi, perché si pensa che i beni oggetto dello scambio, appartenendo allo stesso settore, siano beni con le stesse intensità fattoriali e, pertanto, il loro commercio non innescherebbe cambiamenti nella domanda relativa dei fattori, come invece avviene nel modello di HO. Questa interpretazione è corretta soltanto se si assume che i beni oggetto dello scambio siano differenziati orizzontalmente e non verticalmente; cioè beni differenziati sulla base degli attributi di prodotto e non sulla base della qualità. Infatti, beni verticalmente differenziati, cioè di qualità diversa, presumibilmente incorporano intensità fattoriali diverse e, pertanto, il loro scambio comporterebbe sostanziali effetti sul mercato dei fattori, come nel modello HO. Si

pensi, per esempio, all'interscambio di calzature tra Italia e Cina. È commercio intraindustriale, è vero, ma di fatto configura un commercio á la HO, perché i due beni sono qualitativamente diversi e, pertanto, hanno intensità fattoriali diverse (fino a prova contraria, le scarpe italiane sono più *skill-intensive* di quelle cinesi!).

In secondo luogo, alcuni studi si sono concentrati sugli scambi verticali presenti nel commercio intraindustriale. In questo caso, il termine “verticale” è inteso in un'accezione diversa rispetto alla differenziazione qualitativa e si riferisce al commercio, tra beni intermedi e beni finali, derivante dalla delocalizzazione di fasi produttive all'estero. È evidente che questo tipo di scambio, pur essendo intraindustriale, può avere effetti rilevanti sul mercato del lavoro perché si presume che le intensità fattoriali siano diverse tra le fasi produttive mantenute in patria e quelle delocalizzate all'estero.

Infine, alcuni studi si sono concentrati direttamente su altre forme di internazionalizzazione, oltre al commercio, e sui loro effetti distributivi. La frammentazione produttiva internazionale è una di tali forme e può provocare un impatto rilevante sulla distribuzione del reddito o, in generale, sul mercato del lavoro. La pervasiva diffusione delle ICT avvenuta negli ultimi anni ha permesso di rendere trasferibili all'estero fasi produttive e/o rendere commerciabili internazionalmente servizi che prima richiedevano prossimità spaziale e, pertanto, erano svolti entro i confini nazionali. Questa evoluzione ha comportato riflessi importanti nella divisione internazionale del lavoro e ripercussioni sostanziali nel mercato dei fattori. Il capitolo che segue è dedicato all'*outsourcing* internazionale ed è esemplificativo di un cambio di prospettiva rispetto alle implicazioni distributive associate alla teoria standard del commercio internazionale. In questo caso, la globalizzazione può essere svantaggiosa anche per i lavoratori qualificati dei paesi avanzati.

4

Dal commercio alla separazione spaziale delle fasi produttive: l'*outsourcing* internazionale

4.1 Introduzione: le catene globali del valore

La crescente integrazione dei mercati mondiali si è accompagnata negli ultimi decenni alla disintegrazione dei processi produttivi: alcune fasi della produzione manifatturiera e alcuni servizi sono delocalizzati all'estero e sono combinati con quelli realizzati internamente.

Questo fenomeno è stato identificato in numerosi modi dagli economisti: Krugman (1996) parla di "*slicing the value chain*", Leamer (1996) preferisce il termine "*delocalization*", Deardorff (2005) usa il termine "*fragmentation*". E ancora numerose altre definizioni sono state utilizzate in letteratura: "*production sharing*", "*globalized production*", "*offshoring*", "*outsourcing*", etc.

Alcuni economisti distinguono le tipologie di delocalizzazione a seconda della proprietà: si parla di "*vertical FDI*" o "*intra-firm trade*" o, talvolta, di "*offshoring*" quando la proprietà è della multinazionale che delocalizza; si parla di "*international outsourcing*" o "*arm's length trade*" quando la proprietà è dell'impresa estera.

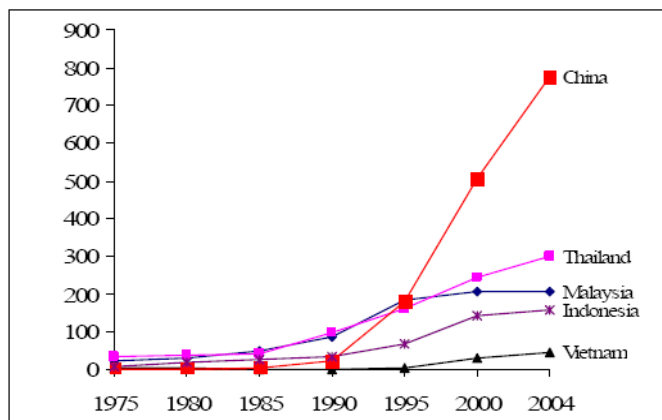
Già a partire dalla metà degli anni '60 del secolo scorso erano stati istituiti programmi di delocalizzazione produttiva dagli USA in Messico (*Maquilladora*) sotto un regime tariffario favorevole. E già negli anni '70 le imprese tedesche effettuavano delocalizzazioni produttive nell'Asia orientale nel settore tessile.

Tuttavia, è negli anni '80 che il fenomeno diventa consistente soprattutto nel caso del Giappone e degli USA.

Mentre negli anni '80-'90 con il termine "*outsourcing*" si faceva riferimento soprattutto alla delocalizzazione di fasi produttive relative a beni fisici, negli anni recenti il termine si riferisce soprattutto al commercio internazionale di servizi: per esempio, *call center* delocalizzati a Bangalore per servire utenti di New York, radiografie trasmesse digitalmente da Boston per essere lette a Bombay, etc.

Le nuove tecnologie informatiche e della comunicazione (in inglese *Information and Communication Technologies*; ICT, d'ora in avanti) permettono di rendere *tradable* servizi che non lo erano in precedenza.

Figura 1. Localizzazione di impianti giapponesi di automobili ed elettronica in Asia orientale, 1975-2004



Fonte: Baldwin (2006)

Tabella 1. Quota di importazioni sul totale di input intermedi nell'industria (valori percentuali)

Country	1974	1984	1993
All Manufacturing Industries			
Canada	15.9	14.4	20.2
Japan	8.2	7.3	4.1
United Kingdom	13.4	19.0	21.6
United States	4.1	6.2	8.2
Chemical and Allied Products			
Canada	9.0	8.8	15.1
Japan	5.2	4.8	2.6
United Kingdom	13.1	20.6	22.5
United States	3.0	4.5	6.3
Industrial Machinery (Non-electrical)			
Canada	17.7	21.9	26.6
Japan	2.1	1.9	1.8
United Kingdom	16.1	24.9	31.3
United States	4.1	7.2	11.0
Electrical Equipment and Machinery			
Canada	13.2	17.1	30.9
Japan	3.1	3.4	2.9
United Kingdom	14.9	23.6	34.6
United States	4.5	6.7	11.6
Transportation Equipment			
Canada	29.1	37.0	49.7
Japan	1.8	2.4	2.8
United Kingdom	14.3	25.0	32.2
United States	6.4	10.7	15.7

Fonte: Campa e Goldberg (1997)

Nel presente capitolo, dopo un chiarimento sulla definizione di “*outsourcing*” secondo l’Organizzazione Mondiale del Commercio (in inglese *World Trade Organization*; WTO, d’ora in avanti) passeremo a considerare alcuni schemi analitici che descrivono i possibili effetti dell’*outsourcing* sul reddito nazionale, sui salari e sulla distribuzione del reddito.

Inizialmente analizzeremo modelli come quello di Bhagwati, Panagariya e Srinivasan. (2004) in cui l’*outsourcing* (inteso come “*offshore trade in arm’s length service*”) può essere studiato come un semplice fenomeno di commercio internazionale e, pertanto, illustrato secondo gli schemi standard della teoria del commercio internazionale.

Successivamente passeremo a considerare lo schema analitico di Baldwin che, basandosi su Blinder (2006) e Grossman, Rossi-Hansberg (2006), parla di un nuovo paradigma interpretativo associato all’*outsourcing* che, come vedremo, va al di là degli schemi standard della teoria del commercio internazionale.

4.2 La definizione di *outsourcing* internazionale secondo il WTO

Il WTO distingue 4 modalità in cui i servizi possono essere commerciati internazionalmente.

Modalità 1. *Il commercio in servizi consiste in uno scambio a distanza in cui il fornitore e l’acquirente restano nelle proprie sedi (arm’s length trade).* Le ICT hanno contribuito molto a questo tipo di scambio. Lo scambio può avvenire tra imprese (*call center, back office*, programmazione di *software*, contabilità, etc.) oppure tra fornitori individuali (architetti, *designer*, consulenti, etc) e consumatori (o imprese)

Modalità 2. *Il commercio in servizi consiste in uno scambio in cui l’acquirente raggiunge la sede del fornitore.* Esempi: il turismo, le cure mediche fornite a pazienti stranieri, l’istruzione fornita a studenti stranieri.

Modalità 3. *Il fornitore stabilisce una presenza commerciale nel paese straniero sede dell’acquirente.* Questa offerta di servizi implica un elemento di IDE, sia pur in forma limitata. Esempi: banche e assicurazioni.

Modalità 4. *Il commercio in servizi consiste in uno scambio in cui il fornitore raggiunge la sede dell’acquirente.* Esempi: costruzioni, attività di consulenza, cure mediche portate nel paese straniero, istruzione portata nel paese straniero. Questo tipo di scambio comporta un’emigrazione temporanea.

Paradossalmente, nelle trattative in sede GATT (WTO dopo) la modalità 1 risultò essere la meno controversa al contrario della 3 e 4. I paesi avanzati spingevano per favorire la presenza commerciale all’estero (modalità 3), mentre si opponevano alla presenza straniera attraverso la modalità 4. L’attitudine dei paesi meno avanzati era opposta.

Attualmente, la maggior parte degli economisti si riferisce alla modalità 1 quando parla

di “*outsourcing*”. Tuttavia, nel dibattito pubblico (non solo accademico) sugli effetti dell’*outsourcing* su salari e occupazione spesso si includono indiscriminatamente nella modalità 1 le importazioni di componenti da parte delle imprese manifatturiere o gli IDE. Ma questo è scorretto e crea confusione nella comprensione del fenomeno.

Nel modello di Bhagwati, Panagariya e Srinivasan (BPS, d’ora in avanti) che ci apprestiamo a considerare, l’*outsourcing* consiste strettamente nella modalità 1 secondo la definizione WTO che abbiamo riportato.

4.3 Un modello di *outsourcing* in linea con la teoria standard del commercio internazionale

Come si è detto, nel modello di BPS gli effetti dell’*outsourcing* sono analizzati secondo l’approccio della teoria standard del commercio internazionale. Secondo quest’ultima (per esempio il modello Heckscher-Ohlin-Samuelson, HOS), l’analisi procede guardando agli effetti del passaggio dall’autarchia al *free trade* in termini di:

- 1) *incremento del reddito nazionale di ciascuna nazione;*
- 2) *cambiamento nella distribuzione del reddito (dato che l’analisi è di lungo periodo e presuppone il pieno impiego, l’aggiustamento dei prezzi dei fattori necessario a garantire la piena occupazione ha effetti sulla distribuzione).*

Lo stesso approccio è seguito nel modello che segue. Tre versioni del modello sono qui presentate.

Nella prima, si considera un unico bene e due fattori di produzione, capitale e lavoro (K e L). E’ chiaro che inizialmente, con un unico bene, non c’è scopo per il commercio internazionale. Ma l’opportunità dell’*outsourcing* apre la possibilità di commerciale i servizi del lavoro per la produzione del bene finale. In questo caso, il modello conduce in modo non ambiguo ad un incremento di *welfare* con i consueti effetti redistributivi tra i fattori.

Nella seconda, si considerano due beni e tre fattori; due fattori specifici rispettivamente alla produzione di ciascun bene: capitale e lavoro non qualificato (K e L_{un}); e il terzo usato in entrambe le produzioni: lavoro qualificato (L_{sk}). Inizialmente, il modello prevede lo scambio internazionale convenzionale di beni a prezzi mondiali fissi. Successivamente, subentra l’*outsourcing* e anche in questo caso il *welfare* aggregato aumenta ma con effetti redistributivi tra i fattori.

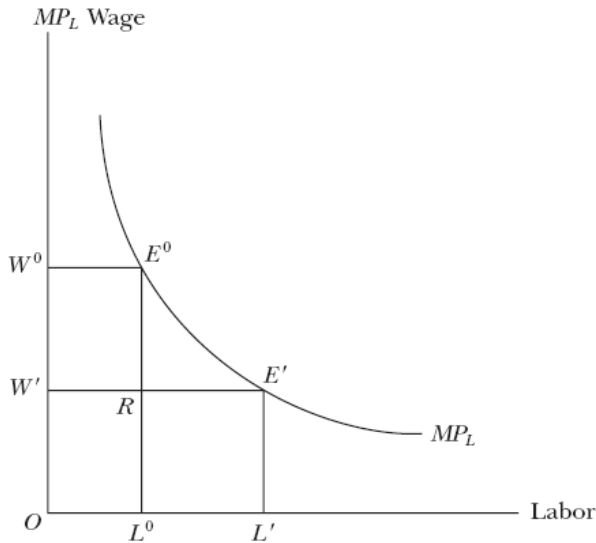
Nella terza versione del modello, si considerano tre beni e due fattori. Inizialmente, due beni sono *tradable* e il terzo è *non tradable*. Successivamente il bene *non tradable* diventa *tradable* on line ed è importato ad un prezzo più basso. In questo caso, l’*outsourcing* conduce ad un incremento di *welfare* per entrambi i fattori.

Il messaggio generale del modello di BPS è che l’*offshoring* ha effetti generalmente positivi sull’economia, come si dimostra nella spiegazione che segue.

4.3.1 Vantaggi dell'outsourcing nel modello a un bene (1)

La versione 1 del modello è riportata nel grafico che segue (figura 2).

Figura 2. Outsourcing con un solo bene



Fonte: Bhagwati, Panagariya e Srinivasan. (2004)

Come anticipato, questa versione del modello assume un unico bene e due fattori di produzione (capitale e lavoro). La curva MP_L rappresenta la produttività marginale del lavoro (si assumono rendimenti decrescenti). La dotazione di lavoro è L^0 e W^0 rappresenta il salario reale iniziale. In questo caso, il monte salari è dato dall'area del rettangolo $OW^0E^0L^0$. Il rendimento del capitale è dato dall'area al di sotto della curva MP_L e al di sopra della linea W^0E^0 .

Supponiamo che un'innovazione tecnologica permetta all'economia di acquistare elettronicamente all'estero i servizi del lavoro al salario W' . L'economia continua ad impiegare la stessa dotazione di lavoro domestico L^0 ma ad un salario più basso, W' . Inoltre, l'economia acquisterà lavoro estero nella misura di L^0L' pagando il rettangolo $L^0L'E'R$. Il lavoro domestico riceve in aggregato OL^0RW' e il capitale l'area al di sotto della curva MP_L e al di sopra della linea orizzontale $W'E'$.

Pertanto, Il reddito complessivo del paese crescerà di un ammontare pari all'area E^0RE' : questo è l'incremento totale di *welfare* dovuto all'*outsourcing*.

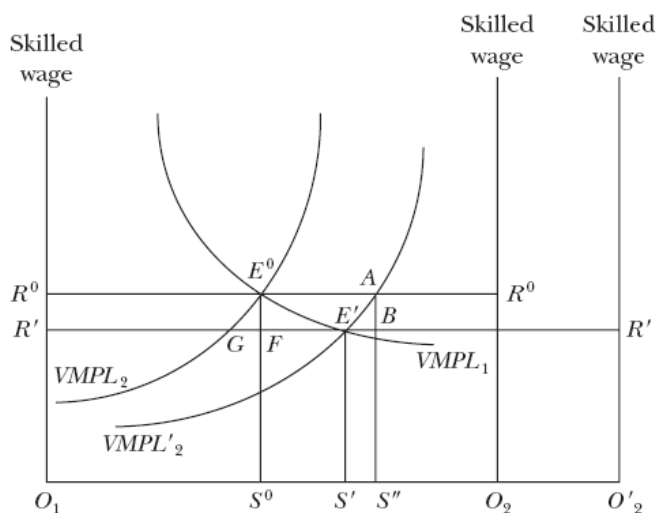
Ovviamente vi saranno effetti redistributivi con i lavoratori penalizzati in termini del rettangolo W^0E^0RW' , e i capitalisti avvantaggiati in termini dell'area $W^0E^0E'W'$.

4.3.2 Vantaggi dell'outsourcing in presenza di commercio (2)

Come si è detto in precedenza, il secondo modello è a fattori specifici: il settore che produce il bene *import-competing* utilizza lavoro non qualificato (*unskilled*) come fattore specifico, mentre il settore esportatore utilizza il capitale come fattore specifico. Il lavoro qualificato (*skilled*) è il fattore comune utilizzato in entrambe le produzioni.

Nella figura che segue (figura 3), vediamo che in corrispondenza dell'equilibrio iniziale di *free trade* (senza *outsourcing*) l'asse O_1O_2 rappresenta la dotazione domestica di lavoro *skilled*. Le curve $VMPL_1$ e $VMPL_2$ rappresentano il valore del prodotto marginale del lavoro *skilled* nelle due produzioni. L'allocazione di equilibrio del lavoro *skilled* si ha in corrispondenza di S^0 dove il salario è lo stesso nelle due produzioni ed è pari a R^0 . Il PIL è misurato dalla somma delle aree al di sotto delle due curve $VMPL$ fino al punto S^0 .

Figura 3. Outsourcing con due beni e tre fattori



Fonte: Bhagwati, Panagariya e Srinivasan. (2004)

Supponiamo ora che un'innovazione tecnologica permetta di fare *outsourcing* in termini di lavoro *skilled*. I servizi di quest'ultimo verranno importati al salario R' . In corrispondenza di questo nuovo salario, vi sarà un eccesso di domanda di lavoro *skilled* pari a GE' . Questa domanda verrà soddisfatta con l'*outsourcing* che espande l'offerta di lavoro *skilled* di $O_2O'_2$ in modo che $O_2O'_2 = GE'$. Nel nuovo equilibrio il settore 1 impiegherà S^0S' di lavoro importato e il settore 2 la quantità $S'S''$.

L'*outsourcing* genera un aumento del reddito nazionale. Quest'ultimo è misurato in termini di area al di sotto delle curve *VMPL*. Confrontando le aree prima e dopo l'*outsourcing*, è facile verificare che l'incremento di reddito è dato dalla somma delle due aree E^0FE' (settore 1) e ABE' (settore 2).

Per quanto riguarda gli effetti redistributivi, sotto l'ipotesi di rendimenti decrescenti, l'incremento nell'uso del lavoro *skilled* genererà un incremento del salario degli *unskilled* e un aumento del rendimento del capitale.

L'*outsourcing* è dunque benefico in termini aggregati se si fa l'ipotesi del paese piccolo. Se però si assume che il paese è abbastanza grande da influenzare i prezzi internazionali, l'effetto aggiuntivo sulle ragioni di scambio potrebbe contrastare o esaltare l'incremento di *welfare* generato dall'*outsourcing*.

Se per esempio l'*outsourcing* permette di aumentare l'offerta del bene esportato al di sopra della domanda mondiale, si determinerà un deterioramento delle ragioni di scambio che eroderà i vantaggi dell'*outsourcing*. Se invece l'*outsourcing* permette di espandere l'output del bene *import-competing*, si ridurrà la domanda di importazioni determinando un miglioramento delle ragioni di scambio che si andrà ad aggiungere ai vantaggi dell'*outsourcing*.

4.3.3 Entrambi i fattori guadagnano dall'*outsourcing* (3)

La versione 3 del modello di BPS, come si è detto, è a tre beni e due fattori: i beni 1 e 2 sono *tradable*, il bene 3 è un servizio *non tradable*. Il paese è piccolo e produce entrambi i due beni *tradable* ai prezzi internazionali. La concorrenza perfetta assicura che il costo unitario (che è funzione dei prezzi dei due fattori) sia uguale al prezzo internazionale per ciascuno dei due beni. Finchè i prezzi dei beni sono fissi (esogenamente determinati), anche i prezzi dei fattori saranno fissi. Questo implica che anche il costo unitario del bene 3 è ugualmente fissato, implicando una curva di offerta orizzontale.

Supponiamo che il bene 3 diventi *tradable* ed è acquistabile all'estero ad un prezzo più basso di quello praticato all'interno. L'offerta domestica del bene 3 scomparirà del tutto e i fattori produttivi saranno assorbiti nei settori 1 e 2. Le remunerazioni dei fattori in termini dei prezzi dei beni 1 e 2 rimarranno immutate, ma aumenteranno in termini del bene 3, dato che il prezzo di questo bene è diminuito. In questo modello, dunque, entrambi i fattori traggono vantaggio dall'*outsourcing*.

4.4 L'*outsourcing* rappresenta una nuova "rivoluzione industriale"? Il nuovo paradigma interpretativo dei *task*

Recentemente alcuni eminenti economisti dell'Università di Princeton, (Grossman, Blinder) hanno fatto notare che la globalizzazione è entrata in una fase nuova e del tutto differente da quella precedente, tanto da richiedere "un nuovo paradigma" per essere interpretata. I titoli degli articoli di questi due autori

sull'argomento sono emblematici: Grossman et al. (2006) "The rise of Offshoring: it's Not Wine for Cloth Anymore", Blinder (2006), "Offshoring: the Next Industrial Revolution?"

Baldwin (2006), passando in rassegna i nuovi contributi che cercano di offrire una nuova chiave interpretativa delle tendenze recenti dei processi di internazionalizzazione, pone a confronto vecchio e nuovo paradigma della globalizzazione contribuendo a chiarirne le differenze.

Nella prima fase della globalizzazione (che include le due ondate che conosciamo), la riduzione dei costi di trasporto ha posto fine alla necessità di produrre i beni vicino ai luoghi di consumo.

Nella seconda fase, la rapida caduta dei costi di comunicazione e di coordinamento ha permesso di porre fine alla necessità di concentrare spazialmente tutte le fasi di produzione di un bene. Più recentemente, la separazione spaziale ha riguardato i servizi. Quindi non solo la frammentazione delle fabbriche ma anche degli uffici.

Mentre la teoria standard del commercio internazionale è il vecchio paradigma che serve a spiegare la prima fase della globalizzazione, un nuovo paradigma è necessario per comprendere la seconda fase.

Nel primo paradigma interpretativo, l'unità di analisi era il settore e le imprese all'interno di esso. Il commercio internazionale favoriva alcune imprese e danneggiava altre. Poiché la maggior parte delle imprese appartenenti ad un settore erano accomunate dalla stessa sorte (in base al vantaggio comparato settoriale), anche il tipo di lavoro utilizzato più intensivamente nel settore seguiva la stessa sorte delle imprese e del settore e quindi l'accorpamento di questo tipo di lavoro (per esempio, *skilled* vs *unskilled*) in un unico aggregato era utile dal punto di vista analitico per valutare gli effetti redistributivi del commercio internazionale.

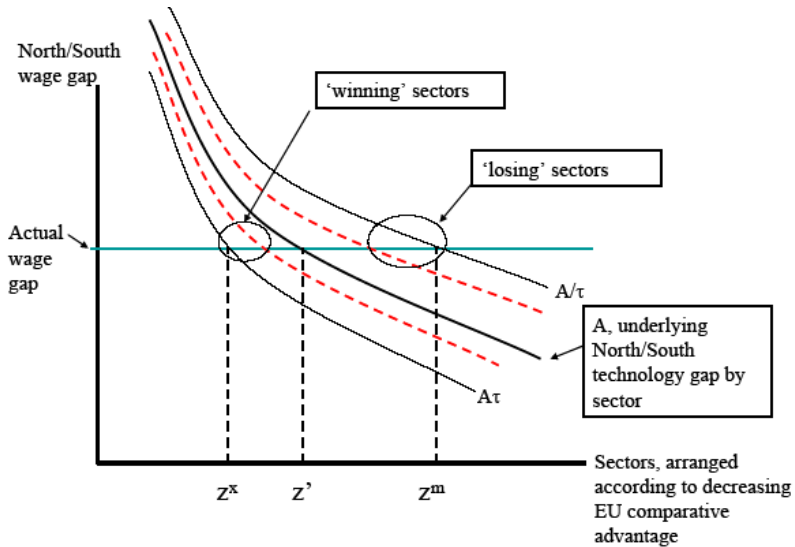
Nella seconda fase della globalizzazione, la competizione non è tanto tra imprese o settori ma è tra "task" (mansioni, compiti) all'interno dell'impresa. Questa circostanza altera sostanzialmente l'approccio analitico precedente. Vediamo come.

4.4.1 Il vecchio paradigma

Il vecchio paradigma si concentra, dunque, sui settori (non sui *task*) e sul costo declinante dei beni commerciabili (non delle idee).

Il grafico che segue (figura 4) mostra la logica del vecchio paradigma. Vengono considerate due aree: l'Unione Europea (UE) e il Sud (che raggruppa i paesi meno sviluppati). L'asse delle ordinate mostra i settori dell'UE ordinati secondo il vantaggio comparato in ordine decrescente: i settori di vantaggio comparato sono più a sinistra, quelli meno competitivi sono a destra. La curva A mostra la produttività delle imprese UE. Il settore *borderline* è z' : in questo settore, il differenziale di produttività dell'UE nei confronti del Sud compensa esattamente il differenziale salariale (la curva A incrocia la retta del differenziale salariale). Pertanto, i settori a sinistra di z' sono settori forti dell'UE (in termini di prezzo, qualità, etc.) perché il differenziale di produttività più che compensa il differenziale salariale; i settori a destra sono quelli più deboli per il motivo opposto.

Figura 4. Il vecchio paradigma e la globalizzazione fase 1



Fonte: Baldwin (2006)

Se consideriamo i costi di trasporto, il costo dei prodotti UE sui mercati del Sud è maggiore; questa circostanza fa spostare a sinistra la curva A (che diventa $A\tau$): adesso in corrispondenza di z' il Sud è più competitivo perché il differenziale di produttività UE non riesce a compensare il differenziale salariale. Allora il settore *borderline* con costi di trasporto per l'UE diventa z^x . I costi di trasporto hanno lo stesso effetto sulla competitività del Sud sui mercati UE: in questo caso, la A slitta verso destra e diventa A/τ e il settore *borderline* con costi di trasporto per il Sud diventa z^m . È evidente che i settori compresi tra z^x e z^m non saranno commerciati perché in questi settori l'UE sul suo mercato interno è più competitiva del Sud ma è meno competitiva sui mercati del Sud.

Con la caduta dei costi di trasporto, il settore *borderline* dell'UE slitta a destra e così aumenteranno le esportazioni nei settori da z^x a z' (*winning sectors*). Il settore *borderline* del Sud slitterà a sinistra e quindi le produzioni UE in questi settori prima *non tradable* saranno rimpiazzate dalle importazioni dal Sud (*losing sectors* dal punto di vista dell'UE) e, pertanto, il Sud esporterà nei settori da z^m a z' .

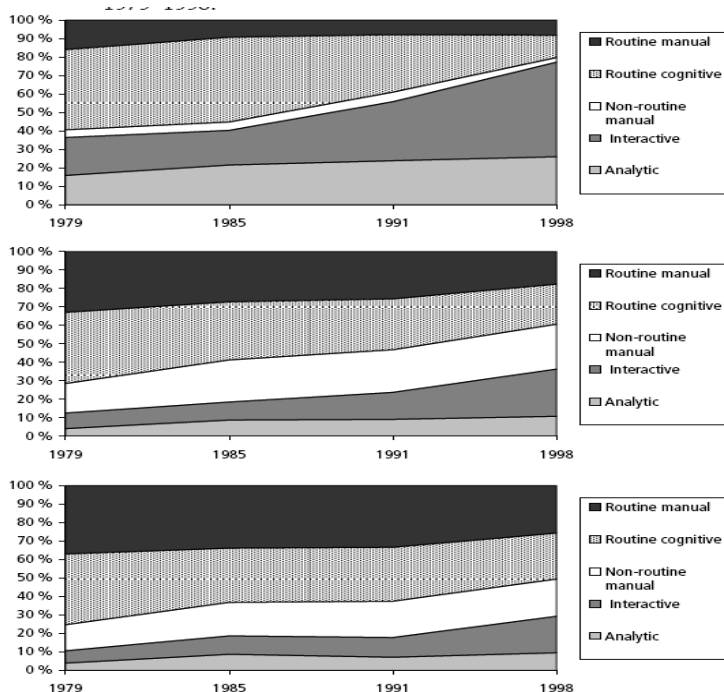
In conclusione, se la competizione internazionale avviene tra settori e se i costi di trasporto subiscono un calo generalizzato comune a tutti i settori, i settori vincenti saranno quelli che erano comunque di vantaggio comparato fin dall'inizio e i lavoratori vincenti saranno quelli che lavorano più intensivamente nei settori vincenti. L'opposto accade per i settori declinanti e per i lavoratori di questi settori. È la storia raccontata dalla teoria standard del commercio internazionale (HOS).

Le implicazioni di *policy* associate al vecchio paradigma nel caso dell'UE sono

chiare: se la liberalizzazione commerciale avvantaggia i settori di vantaggio comparato (nel caso UE, quelli più *skill intensive*) allora le misure di politica economica devono puntare ad un *upgrading* nel livello di istruzione della forza lavoro (si consideri, per esempio, la strategia proposta nel Consiglio europeo di Lisbona del marzo 2000, volta a creare in Europa "l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo...").

Tuttavia, se si guarda alla seconda fase della globalizzazione la cui caratteristica innovativa peculiare è quella di aver introdotto la frammentazione spaziale delle fabbriche e degli uffici e, pertanto, di aver spostato la competizione internazionale dal piano settoriale a quello dei "task", la prospettiva analitica cambia e le implicazioni di policy potrebbero non essere così univoche. La figura che segue (fig. 5) mostra che ad ogni livello di *skill*, nel caso della Germania Ovest, i *task* routinari seguono un trend decrescente a partire dalla fine degli anni settanta del secolo scorso.

Figura 5. Tipologia di *task* (in percentuale) nel caso di lavoratori altamente qualificati (in alto), mediamente qualificati (al centro), non qualificati (in basso). Germania Ovest, 1979-98



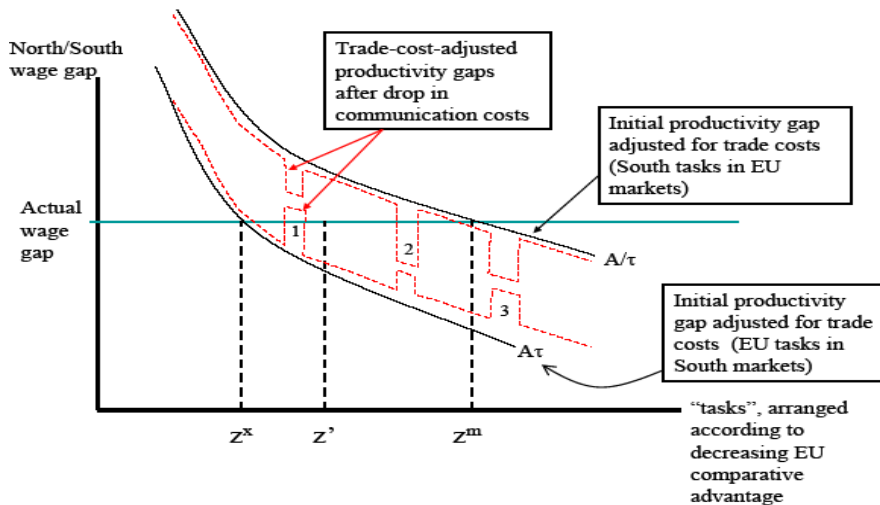
Fonte: Spitz (2004)

I sostenitori del vecchio paradigma interpreterebbero allora questa evidenza empirica come una chiara tendenza all'*upgrading* nel livello di qualificazione della forza lavoro e come un suggerimento a implementare politiche che rafforzino il livello di *skill* anche in futuro. Questa prescrizione di *policy* deriva dalla visione prospettata dal vecchio paradigma in cui la tipologia di *task* si identifica con il livello di qualificazione (istruzione, in primo luogo) della forza lavoro e, conseguentemente, con il settore in cui la forza lavoro con quel particolare livello di qualificazione è impiegata intensivamente. Ma questa prospettiva potrebbe non essere confermata e queste certezze in termini di *policy* potrebbero essere messe in discussione quando dal vecchio paradigma si passa al nuovo paradigma. La stessa figura 5, se letta attraverso le lenti del nuovo paradigma, potrebbe essere interpretata diversamente e portare a conclusioni diverse. Vediamo perché.

4.4.2 Il nuovo paradigma

Il diagramma che segue (figura 6) è molto simile alla figura 4, solo che adesso la competizione in Europa avviene tra *task* e non tra settori. Sull'asse delle ascisse sono riportati i *task* ordinati in ordine decrescente secondo il vantaggio comparato (i *task* più competitivi sono a sinistra). E' chiaro che il diagramma riporta una situazione diversa da quella precedente in quanto l'elevata specializzazione in un *task* non coincide con il vantaggio comparato di un settore (in quanto lo stesso *task* può essere impiegato in settori disparati).

Figura 6. Il nuovo paradigma e la globalizzazione fase 2



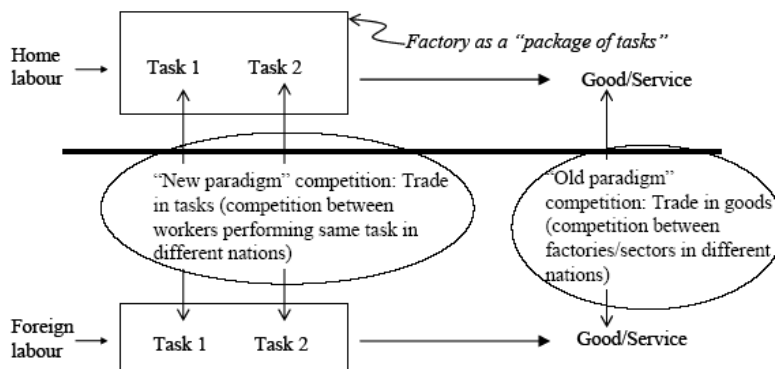
Fonte: Baldwin (2006)

Rispetto al diagramma precedente, vi è un'altra differenza sostanziale: gli avanzamenti nelle ICT riducono i costi di trasferimento di alcuni *task* ma non di altri; in altri termini, la riduzione dei costi non è generalizzata come nel caso precedente, in cui si assumeva che gli unici costi associati allo scambio internazionale fossero i costi di trasporto e che questi avessero lo stesso impatto su tutti i settori.

Nella figura, questa non generalizzazione del calo dei costi di trasferimento dei *task* è rappresentata da una retta A che non trasla in modo regolare: alcuni *task* (come il punto 1) iniziano ad essere esportati mentre altri iniziano ad essere importati (punto 2). Alcuni *task* dell'UE hanno un grosso calo nei costi di trasferimento ma non un forte incremento di produttività: il Sud, nonostante il forte calo nei costi di trasferimento, mantiene un vantaggio nel *task* 3 prima e dopo la riduzione dei costi.

E' evidente che nella prospettiva del nuovo paradigma, che assume i *task* come unità di analisi al posto dei settori e delle imprese, la concorrenza internazionale si gioca su vantaggi comparati che diventano più sfumati rispetto a quelli identificati dal paradigma tradizionale. Nella nuova visione basata sui *task*, per esempio, una abbondanza relativa di forza lavoro qualificata non garantisce necessariamente il vantaggio competitivo di un paese nei settori *skill-intensive* se molte fasi produttive o *task*, che rientrano nella sfera di competenza degli stessi lavoratori qualificati, possono essere svolti all'estero a costi più bassi. Piuttosto, il vantaggio competitivo risiederà in quei *task* che richiedono prossimità spaziale e che non sono delocalizzabili, prescindendo in parte dal livello di *skill* della forza lavoro. La figura 7 riassume il confronto tra vecchio e nuovo paradigma.

Figura 7. Vecchio e nuovo paradigma



Fonte: Baldwin (2006)

Bibliografia della prima parte

Baldwin, R. and Martin, P. (1999), "Two Waves of Globalization: Superficial Similarities, Fundamental Differences", NBER Working Paper No. 6904

Baldwin, R. (2006), "Globalization: The Great Unbundling(s)", report prepared for the Finnish Prime Minister's Office (in context of EU Presidency 2006).

Bhagwati, J., Panagariya, A. and Srinivasan, T., N. (2004), "The Muddles over Outsourcing," *Journal of Economic Perspectives*, 18(4), 93–114.

Bhagwati, J. (2005), *Elogio della globalizzazione*, Laterza, Bari.

Blinder, A., S. (2006), "Offshoring: The Next Industrial Revolution?", *Foreign Affairs*, Vol. 85, No.2.

Bonaglia, F. e Goldstein, A. (2003), *Globalizzazione e sviluppo*, Il Mulino, Bologna.

Campa, J. and Goldberg, L.S. (1997), "The Evolving External Orientation of Manufacturing Industries: Evidence from Four Countries", NBER Working Papers 5919.

Collier, P. e Dollar, D. (2002), *Globalizzazione, crescita economica e povertà*, Il Mulino, Bologna.

Deardorff, A., V. (2005), "Gains from Trade and Fragmentation", Research Seminar in International Economics, The University of Michigan, Discussion Paper No.543.

Dornbusch, R., Fischer, S. and Samuelson, P. (1977), "Comparative Advantage, Trade, and Payments in a Ricardian Model with a Continuum of Goods," *American Economic Review*, vol. 67(5), 823-39.

Falvey, R.E. and Kierzkowski, H. (1985), "Product Quality, Intra-industry Trade and (Im)perfect Competition", in Kierzkowski, H. ed., *Protection and Competition in International Trade: essays in honour of W.M.Corden*, Oxford: Blackwell

Feenstra, R. and Hanson, G. (1996), "Foreign investment, outsourcing and relative wages", in Jagdish N. Bhagwati, Gene M. Grossman, Douglas A. Irwin, Robert C. Feenstra, eds., *The Political Economy of Trade Policy: Essays in Honor of Jagdish Bhagwati*, Cambridge, Mass.: MIT Press.

- Feenstra, R. C. (1998), "Integration of Trade and Disintegration of Production in the Global Economy", *The Journal of Economic Perspectives*, vol.12, no.4, 31-50.
- Freeman, R. (1995), "Are your wages set in Beijing?", *Journal of Economic Perspectives*, 9,3, Summer, 15-32.
- Gilpin, R. (2001), *Economia politica globale. Le relazioni economiche internazionali nel XXI secolo*, Università Bocconi Editore, Milano.
- Greenaway, D. and Nelson, D. (2001) "Globalisation and Labour Markets: A Review of the Literature" in *Globalisation and Labour Markets* Vols. I and II, edited by Greenaway, D. and Nelson, D., Edward Elgar
- Grossman, G., M. and Rossi-Hansberg, E. (2006), "The rise of offshoring: it's not wine for cloth anymore," *Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City*, pages 59-102.
- Held, D. e McGrew, A. (2010), *Globalismo e antiglobalismo*, Il Mulino, Bologna.
- Hobsbawm, E. (1999), *Intervista sul nuovo secolo*, Laterza, Bari.
- Krugman, P. (1981), "Intra-industry Specialization and the Gains from Trade", *Journal of Political Economy*, 89, 5, pp.959-974.
- Krugman, P. (1994), *Peddling Prosperity : Economic Sense and Nonsense in the Age of Diminished Expectations*, New York: Norton.
- Krugman, P. and Lawrence R. (1994), "Trade, jobs and wages", *Scientific American* 270, 4, April, 44-49.
- Krugman, P., R. (1996), "Does Third World Growth Hurt First World Prosperity?" *Harvard Business Review* 72, pp. 113-121
- Lawrence, R. and Slaughter, M. (1993), "Trade and U.S. wages: great sucking sound or small hiccup?", *Brookings Papers in Economic Activity, Microeconomics*, 2, 161-226.
- Leamer, E., E. (1996), "In Search of Stolper-Samuelson Effects on U.S. Wages", NBER Working Papers 5427.
- Markusen, J., Melvin, J., Kaempfer, W., Maskus, K. (1995), *International Trade - Theory and Evidence*, McGraw Hill.
- Montani, G. (2001), *Il governo della globalizzazione*, Lacaita, Bari
- Rodrik, D. (2011), *La globalizzazione intelligente*, Laterza, Bari.

Sachs, J. and Shatz, H. (1994), "Trade and jobs in U.S. manufacturing", *Brookings Papers in Economic Activity*, volume 1, 11-84.

Sen, A. (2002), *Globalizzazione e libertà*, Mondadori, Milano

Smith, A. (1996), "Quality Differentiation in Production and the Labour Market Effects of International Trade in Europe", European Forum: The Political Economy of an Integrated Europe, European University Institute, Florence, 29 November.

Spitz, A. (2004), "Are skill requirements in the workplace rising? Stylized facts and evidence on skill-biased technological change", Centre for European Economic Research (ZEW), Discussion Paper No. 04-3

Stiglitz, J. (2002), *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino.

Stiglitz, J. (2006), *La globalizzazione che funziona*, Einaudi, Torino.

Targetti, F. e Fracasso, A. (2008), *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, Francesco Brioschi Editore, Milano.

UNDP (1999), *La globalizzazione*, Rapporto 1999 sullo sviluppo Umano, Rosenberg & Sellier, Torino.

UNDP (2004), *La libertà culturale in un mondo di diversità*, Rapporto 2004 sullo sviluppo umano, Rosenberg & Sellier, Torino.

Wood, A. (1994), *North-South Trade, Employment and Inequality: Changing Fortunes in a Skill-Driven World*, Oxford University Press.

Parte Seconda

**GLOBALIZZAZIONE, DEREGULATION
E FLESSIBILITÀ**

**Opportunità e vincoli per la gestione delle politiche
economiche**

5

Nozioni di base di macroeconomia in economie aperte alle transazioni con l'estero

In questo capitolo illustreremo i concetti necessari per estendere lo studio della macroeconomia dall'analisi di economie chiuse agli scambi, commerciali e finanziari, con l'estero (che si presuppone sia già stato svolto in corsi precedenti) allo studio delle economie aperte.

Come punto di partenza, nel paragrafo 5.1, sarà fornita una breve presentazione dell'analisi che viene svolta nell'intera seconda parte di questo volume. In particolare, si sottolineerà come il processo di globalizzazione sia stato condotto nell'ultimo quarto del XX secolo e negli anni iniziali del XXI all'insegna della cosiddetta *globalizzazione finanziaria*, un'applicazione spregiudicata di un'ideologia che faceva della sottomissione dell'iniziativa politica alle esigenze del mercato finanziario mondiale il principio sul quale si sarebbe dovuto costituire l'ordine sociale di una società mondiale "neoliberista". Il fallimento di questa ideologia, reso evidente dalla crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2007, rimette in discussione la costruzione di una *governance* del processo di globalizzazione che è oggi il problema fondamentale con il quale l'economia mondiale deve misurarsi.

Inizieremo poi l'esame delle nozioni di base sulle quali costruire lo studio della macroeconomia della globalizzazione. Il paragrafo 5.2 è dedicato allo studio della bilancia dei pagamenti, che è il documento contabile nel quale vengono riportate tutte le transazioni che hanno luogo tra operatori nazionali ed operatori esteri. La comprensione delle caratteristiche e delle modalità operative della bilancia dei pagamenti è decisiva per valutare gli effetti che le transazioni con l'estero esercitano sull'economia nazionale. Il punto cruciale dell'analisi svolta in questo capitolo è che le transazioni tra un paese e il resto del mondo danno comunque luogo all'identità contabile tra il valore monetario del saldo degli scambi di merci e servizi da e verso l'estero e il valore monetario del saldo delle transazioni finanziarie da e verso l'estero; il ripristino di questa identità contabile è il principio basilare dei processi di riaggiustamento che si mettono in moto a seguito di eventi ("shock") che modificano l'equilibrio iniziale. Lo studio di tali processi di riaggiustamento e degli interventi di politica economica atti a contrastarne gli eventuali effetti negativi costituiranno l'oggetto principale dell'indagine svolta in que-

sta seconda parte del libro, ad iniziare dal capitolo 6, nel quale sono presentati i modelli che studiano la gestione delle politiche macroeconomiche in economie aperte agli scambi con l'estero.

Le transazioni tra operatori nazionali ed operatori esteri danno luogo alla costituzione di un mercato specifico, il mercato dei cambi, nel quale la moneta nazionale si scambia contro le monete estere, al fine di permettere l'effettuazione delle transazioni internazionali. La prima sezione del paragrafo 5.3 è dedicata all'esame delle modalità di funzionamento di questo mercato. Nella seconda sezione viene sottolineato come nella situazione che si è andata determinando negli ultimi venti anni del ventesimo secolo a seguito dell'espansione dei fenomeni definiti come "globalizzazione finanziaria" i mercati finanziari nazionali si siano integrati sino a formare un unico mercato finanziario mondiale. Questa evoluzione è, secondo molti autori, ciò che rende l'attuale fase di globalizzazione diversa da ogni esperienza storica precedente. A seguito di questi sviluppi i tassi di cambio dipendono ormai, almeno nel breve periodo, pressoché esclusivamente dall'ammontare delle transazioni finanziarie internazionali, le cui dimensioni prevalgono largamente sulle dimensioni delle transazioni commerciali internazionali, e sono, quindi, determinati dalle aspettative degli operatori finanziari internazionali. L'espansione della globalizzazione finanziaria produce anche la conseguenza che il mercato finanziario mondiale è oggi soggetto a crisi finanziarie non dissimili da quelle che negli anni trenta del secolo scorso interessarono i mercati finanziari nazionali. Nella terza, ed ultima, sezione di questo paragrafo si indicherà come l'evidenza empirica dimostri che l'unificazione dei mercati finanziari ha dato spesso luogo a dinamiche dei tassi di cambio ampie ed erratiche, causate dal rapido mutamento delle aspettative degli operatori e degli speculatori finanziari internazionali. L'analisi dei modelli che sono stati costruiti per spiegare tali dinamiche è rinviata al capitolo 7.

Gli scambi finanziari internazionali determinano i tassi di cambio nominali; questi ultimi, a loro volta, influenzano le economie nazionali modificando i tassi di cambio "reali" (tassi di cambio ponderati sulla base dei rapporti tra prezzi nazionali e prezzi esteri). Il modo in cui i tassi di cambio reali influenzano gli scambi con l'estero è esaminato nel paragrafo 5.4, nel quale viene elaborata la cosiddetta *condizione di Marshall e Lerner*, attraverso la quale è possibile distinguere le situazioni nelle quali il deprezzamento della moneta è in grado di ripristinare l'equilibrio dei conti con l'estero di un paese da quelle in cui lo aggraverebbe.

Nei due paragrafi successivi sono esaminati i canali attraverso i quali le transazioni con l'estero influenzano l'economia nazionale. Nel primo tra essi, 5.5, viene presentato il "conto delle risorse e degli impieghi", che rende possibile estendere l'analisi della contabilità nazionale dall'ipotetica situazione di una economia chiusa agli scambi internazionali alla concreta situazione di economie aperte agli scambi con l'estero. In questo paragrafo si introducono due fondamentali conseguenze di questa analisi, evidenziando: (a) come l'esistenza di transazioni con l'estero amplifichi le possibilità di impiego del risparmio a disposizione dei possessori di ricchezza (i quali, oltre a far prestiti agli investitori nazionali ed eventualmente al governo nazionale, possono far prestiti ad operatori esteri, acquistando le attività finanziarie emesse da questi ultimi); (b) come gli scambi di merci e servizi con l'estero modifichino la determinazione della domanda aggregata nazionale attraverso il modello del "moltiplicatore del reddito". In

particolare, viene sottolineata la possibilità che processi di crescita economica siano attivati dall'aumento delle esportazioni; questi processi di "crescita tirata dalle esportazioni" sono stati alla base dello sviluppo economico di svariati paesi in molteplici situazioni ed epoche storiche. In questo capitolo viene anche sottolineato come l'aumento del bilancio pubblico, in particolare a seguito della crescita delle spese pubbliche, e l'aumento delle importazioni abbiano notevolmente ridotto l'efficacia delle politiche fiscali espansive attuate su scala nazionale che avevano permesso ai maggiori paesi industrializzati di risollevarsi dalla terribile crisi economica cominciata nel 1929 e proseguita per tutto il decennio successivo. Ciò rende impossibile risolvere la crisi economica iniziata nel 2007 e non ancora terminata allo stesso modo in cui venne a suo tempo risolta la maggiore crisi del secolo scorso e impone, affinché questo obiettivo venga perseguito con possibilità di successo la costruzione di una *governance* economica mondiale.

Il paragrafo 5.6 è dedicato allo studio dell'altro canale attraverso il quale le transazioni con l'estero influenzano le economie nazionali: qualsiasi avanzo della bilancia dei pagamenti si riflette in un aumento della base monetaria di identiche dimensioni, così come qualsiasi disavanzo della bilancia dei pagamenti produce una riduzione della base monetaria nazionale di dimensioni uguali ad esso. Sulla base di questa distinzione viene definita la fondamentale differenza tra gestione delle transazioni economiche con l'estero in condizioni di cambi fissi e gestione dei rapporti con l'estero in condizioni di cambi flessibili, sottolineando come i processi di riaggiustamento attraverso i quali viene ripristinato l'equilibrio della bilancia dei pagamenti sono diversi a seconda del modello di gestione dei cambi attuato. Viene invece rinviato al capitolo 8 lo studio dei sistemi monetari internazionali che si sono succeduti nella lunga storia delle relazioni monetarie internazionali.

Questo capitolo introduttivo si conclude con un paragrafo, il 5.7, che tira le conclusioni di quanto sin lì detto, elaborando ed esaminando i concetti di "equilibrio esterno" (ogni paese che partecipi al sistema degli scambi internazionali deve essere in grado di pagare, almeno nel lungo periodo, il prezzo di ciò che acquista all'estero attraverso il ricavo delle vendite all'estero, anche se nel breve periodo eventuali disavanzi possono essere finanziati prendendo a prestito da operatori esteri) e di "vincolo della bilancia dei pagamenti" (qualora, sempre nel lungo periodo, un paese non riesca a ricavarne dalle sue vendite all'estero un ammontare di valuta internazionale sufficiente a coprire le sue spese all'estero, egli sarà costretto a contenere la sua crescita economica entro i limiti che gli sono permessi dalla sua capacità di vendere all'estero, anche se l'ammontare di risorse di cui dispone gli permetterebbe di ottenere livelli e tassi di crescita del reddito nazionale più elevati) che saranno di guida al percorso di studio dell'economia internazionale proposto nel prosieguo di questo volume.

In definitiva, dall'analisi svolta in questo capitolo emerge la conclusione che i rapporti con l'estero, in particolare nell'attuale fase di globalizzazione dell'economia mondiale, forniscono grandi opportunità di crescita economica ai paesi che siano in grado di conquistare e difendere quote crescenti dei mercati mondiali e di attrarre risparmio dal resto del mondo, ma presentano anche gravi rischi per gli altri: in primo luogo, per quelli la cui competitività internazionale è scarsa, e che sono quindi vincolati a crescere nei limiti imposti dall'obbligo di mantenere i conti con l'estero in equili-

brio, e, in secondo luogo, per tutti a causa del rischio che crisi finanziarie propagandosi all'interno del sistema finanziario mondiale creino squilibri ad alcuni paesi, soprattutto quelli caratterizzati da sistemi finanziari deboli, e che tali squilibri si amplino progressivamente fino a coinvolgere l'intera economia mondiale.

5.1 Introduzione alla seconda parte: la teoria macroeconomica al tempo della globalizzazione

Negli ultimi due decenni del XX secolo e nei primissimi anni del XXI una gigantesca campagna politico-mediatica-culturale ha cercato di accreditare l'idea che tutti i problemi del mondo avrebbero trovato una "razionale" soluzione grazie ai benefici forniti dalla triade *globalizzazione, deregolamentazione, flessibilità*. Essa avrebbe stabilito il definitivo trionfo del mercato sull'interventismo pubblico e avrebbe sancito addirittura la fine della storia, intesa come tentativo di trovare quadri istituzionali e capacità politiche atte a migliorare le sorti dell'umanità. Al di fuori dell'istituzione *mercato* non c'era, secondo costoro - il cui pensiero era a volte definito dalla stampa come "unico", dopo il tramonto delle visioni comuniste e socialiste - altro che la barbarie e il ritorno a una sorta di medioevo precapitalistico. Questa corrente di pensiero si appropriava così degli ideali classici del liberismo, facendone tuttavia un uso talmente ideologizzato da rappresentare del liberismo niente altro che una grottesca caricatura.¹

Questa ideologia, che Joseph Stiglitz ha definito "fondamentalismo del mercato" (e che altri denominano in modo più neutro, forse maggiormente *politically correct* ma senz'altro meno efficace, con il termine "neoliberismo") e che, a parere di chi scrive, va tenuta ben distinta dalla filosofia politica del liberismo tradizionale, prese in realtà le mosse dagli slogan di due famosi leader politici: Margareth Thatcher, la quale affermava che la società in generale e, a maggior ragione, i gruppi e le classi sociali non esistono in quanto esistono soltanto gli individui, i quali si confrontano direttamente e personalmente con lo Stato, e Ronald Reagan, il quale sosteneva come lo Stato più che fornire una soluzione ai problemi della società sia diventato ormai il maggiore problema con cui la "società civile" è chiamata a confrontarsi. Queste due affermazioni in effetti sintetizzavano, estremizzandola, una posizione liberista, che i liberisti classici avevano tuttavia delimitato con chiarezza, sottolineando come essa si determini soltanto nelle condizioni richieste perché si abbia una situazione di equilibrio generale walra-

¹ A chi trovi questa affermazione troppo "forte" non possiamo che consigliare una rilettura, o, se nel caso, una prima lettura, dei classici della tradizione liberale. Rimanendo nell'ambito del campo di studio dell'economia, gli autori classici per eccellenza sono ovviamente Adam Smith e John Stuart Mill (entrambi ben attenti a sottolineare l'esigenza che i comportamenti economici siano sottoposti alle regole morali dettate dall'etica) e, in ambito italiano, Luigi Einaudi, la cui attenzione - espressa in particolare nelle **Lezioni di politica sociale** (Einaudi, 1949) - alla necessità che lo Stato si assuma, adottando adeguate politiche sociali, l'impegno di conciliare la libertà di mercato con la giustizia distributiva affinché le libertà economiche possano costituire il presupposto perché si abbia una società autenticamente liberale è rimasta giustamente proverbiale.

siano;² soltanto quando si verificano tali condizioni ogni individuo è in grado di risolvere i suoi problemi economici all'interno di mercati perfettamente concorrenziali, luoghi di incontro di operatori economici che attuano scambi in condizioni di perfetta parità, in quanto nessuno ha il potere di incidere sul funzionamento del mercato in misura superiore ad ogni altro operatore. Il sostegno che i fondamentalisti del mercato ottennero dai politici e dai ceti sociali interessati al mantenimento dello *status quo* ante³ e dagli apparati mediatici da questi controllati spiega, anche se non giustifica, la virulenza verbale e l'estremismo con il quale questa dottrina è stata esposta negli anni seguenti. La distinzione tra fondamentalisti del mercato e liberisti autentici risulta così immediatamente evidente: i primi accettano *sic et simpliciter* qualsiasi risultato si determini nella realtà, in particolare quelli che riguardano la distribuzione del reddito e della ricchezza, presentandolo come lo spontaneo risultato dell'operare del mercato; i secondi pongono a premessa della loro analisi la valutazione della funzionalità dell'istituzione, chiedendosi se questi mercati operino effettivamente nelle condizioni previste perché possa esistere un equilibrio generale walrasiano o se la mancata presenza di una o più di tali condizioni non dia luogo a qualche forma di "fallimento del mercato"⁴ e non richieda l'intervento delle autorità preposte alla gestione del sistema economico (*policy maker*) per favorirne la soluzione.⁵

La crisi iniziata nel 2007 ha rimesso tutto in discussione. L'ipotesi che i mercati siano in grado di autoregolamentarsi è stata falsificata proprio con riguardo alla sua applicazione al mercato finanziario mondiale, la cui deregolamentazione aveva costituito nei decenni precedenti la punta di diamante dei processi di globalizzazione, tanto che il mercato finanziario aveva di fatto imposto il suo ritmo trascinandolo dietro di sé

² Il modello di equilibrio economico generale walrasiano è caratterizzato da quattro ipotesi fondamentali: (a) che i mercati siano perfettamente concorrenziali, che cioè nessun operatore possa godere di alcun vantaggio (espressione di un maggior potere di mercato) rispetto agli altri; (b) che gli agenti economici siano dotati di razionalità assoluta e informazione perfetta; (c) che le preferenze degli operatori non siano interdipendenti; (d) che i contratti siano pienamente applicati. Queste ipotesi microeconomiche (formalizzate negli anni cinquanta da Kenneth Arrow e Gerard Debreu (Arrow e Debreu, 1954) sono state successivamente applicate all'ambito macroeconomico dalla scuola della *Nuova Macroeconomia Classica*. La maggior parte degli autori che si rifanno a questa scuola tende però a darle per scontate, considerandole un dato della realtà, piuttosto che a sottolinearne la problematicità, come facevano i classici del liberismo richiamati nella nota precedente.

³ E soprattutto alla continuazione di un processo di concentrazione della ricchezza che sovvertiva completamente le tendenze che avevano permesso al capitalismo di superare la terribile crisi economica degli anni trenta del XX secolo, modificando di fatto il "contratto sociale" che era stato raggiunto dopo di essa e che era stato alla base dello sviluppo successivo.

⁴ Inteso come l'incapacità del mercato di fornire una struttura dei prezzi delle merci e dei fattori di produzione che implichi l'ottima allocazione e la massima efficienza delle risorse produttive disponibili.

⁵ Pur sottolineando, ovviamente, come l'intervento pubblico vada monitorato con attenzione, affinché non produca esso stesso dei risultati distorti, nel qual caso si potrebbe parlare di "fallimenti dell'intervento statale" e si dovrebbe agire per risolverli. In tale prospettiva un autore come John Maynard Keynes può a buon diritto essere inserito tra i grandi economisti liberali, come ha a ragione argomentato da ultimo Robert Skidelsky (2009, capitolo 6, si vedano in particolare le pagg. 132 e 133).

l'intero processo della globalizzazione.⁶ I mercati finanziari nazionali erano anche quelli nei quali erano state via via abolite nell'ultimo decennio del secolo scorso le istituzioni che negli anni trenta furono costruite per regolamentarlo ed quali erano state ridotte le forme di controllo per favorire la costituzione di un unico mercato mondiale. Questo processo di deregolamentazione aveva avuto luogo in vari modi: di solito, attraverso la cancellazione delle leggi che imponevano la separazione tra banche di deposito e banche di investimento,⁷ spesso permettendo la diffusione di un comparto nel quale sono scambiati prodotti finanziari "derivati" al di fuori del controllo delle autorità monetarie e, infine, abolendo, o tutt'al più riducendo notevolmente la vigilanza precedentemente attuata dalle banche centrali e nell'ultimo decennio di fatto demandata alle agenzie, private, di rating.⁸ In breve, è stato proprio il mercato in cui la deregolamentazione della globalizzazione neo-liberista era stata pressoché totale a "fallire" miseramente.

La crisi ha anche messo a nudo come nonostante gli enormi aumenti della produttività resi possibili dallo sviluppo delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni i risultati in termini di crescita dell'economia mondiale nell'era della globalizzazione siano rimasti molto al disotto di quelli che erano stati ottenuti nel ventennio immediatamente successivo alla fine della seconda guerra mondiale grazie al dispiegarsi degli effetti delle politiche keynesiane improntate all'obiettivo di raggiungere la piena occupazione delle risorse produttive, in primo luogo il lavoro. Questa constatazione emerge chiaramente dal puntiglioso confronto svolto da Robert Skidelsky⁹ tra i due periodi: nel periodo 1951-1973 il PIL mondiale crebbe infatti del 4,8% grazie all'applicazione generalizzata delle politiche keynesiane e alle istituzioni create a Bretton Woods che ne coordinavano l'azione mentre negli anni della globalizzazione dominata dai precetti dell'ideologia neo-liberista ("Washington Consensus": 1983-2009) il tasso di crescita del PIL mondiale si è fermato al 3,2%; inoltre, nel secondo periodo la disoccupazione è cresciuta dovunque in misura non irrilevante già prima della recente recessione. Il vantaggio che la propaganda neo-liberista ha rivendicato come esito del cambiamento di prospettiva della politica economica avvenuto sul finire degli anni settanta, il contenimento dell'inflazione, non è stato peraltro così eclatante come so-

⁶ In generale per globalizzazione si intende la tendenza dei mercati ad estendersi dalle dimensioni nazionali alla dimensione mondiale. La fase recente del processo di globalizzazione è stata dominata dalla formazione di un unico mercato finanziario mondiale che ha superato la segmentazione tra una miriade di mercati finanziari nazionali che aveva caratterizzato buona parte del XX secolo; è a questa tendenza che facciamo riferimento con l'espressione *globalizzazione finanziaria*.

⁷ Sancito negli Stati Uniti dal Glass-Steagall Act del 1933, che è stato purtroppo abolito nel 1998, e in Italia dalla legge bancaria del 1936 che istituiva la Banca d'Italia assegnandole il compito di supervisionare il mercato del credito nazionale.

⁸ Nella crisi finanziaria queste istituzioni private - che, nell'opinione dei fautori dell'ipotesi che i mercati fossero in grado di autoregolarsi, avrebbero dovuto svolgere il ruolo di *authorities super partes* in grado di indirizzare gli investitori ed evitare che il rischio dei prodotti finanziari non diventasse eccessivo, e soprattutto sistemico - hanno preso enormi abbagli, formulando valutazioni che successivamente si sono mostrate completamente sbagliate.

⁹ Skidelsky, 2009, cap. 5. Si noti come nell'introduzione l'autore, noto per la sua ponderosa e dettagliata biografia di Keynes, rivendichi orgogliosamente la sua formazione di storico.

stengono gli autori di questa scuola: nel periodo 1983-2009 l'inflazione mondiale è stata pari al 3,7%, percentuale inferiore di pochissimo al 3,9% che aveva caratterizzato la fase delle politiche keynesiane (1951-1973).¹⁰ In realtà la più eclatante differenza tra i due periodi la si riscontra nel campo della redistribuzione del reddito. Nella fase keynesiana i frutti della crescita economica andavano a beneficio di tutti i gruppi sociali, con una certa tendenza a favorire i livelli di reddito più bassi, attraverso la progressività che all'epoca caratterizzava i sistemi fiscali. Nella fase neoliberista si è avuta una netta inversione di tendenza: i frutti del progresso economico sono finiti pressoché esclusivamente nelle casse delle classi agiate. Per fare un solo esempio, la quota dei redditi da lavoro dipendente italiana è scesa tra il 1976 e il 2006 dal 68 al 53% (OECD, 2008). Negli Stati Uniti la quota dei redditi percepiti dall'1% più ricco della popolazione salì dalle percentuali oscillanti tra l'8 e il 10% che si verificavano nella seconda metà degli anni settanta al 24% raggiunto nel 2007. Nel riportare questi dati Robert Reich, un ex segretario del lavoro negli anni della presidenza di Bill Clinton, nota, forse con un po' di malizia, che un livello così elevato di disuguaglianza reddituale era stato raggiunto dagli Stati Uniti soltanto nel 1928, alla vigilia della più grande crisi del capitalismo (Reich, 2009, pag. 28). Per di più, l'aumento della disoccupazione, unendosi all'insorgere di un notevole grado di volatilità dei tassi di cambio ha accresciuto l'incertezza e l'insicurezza del contesto economico mondiale, producendo le condizioni recessive che hanno caratterizzato il triennio 2007-2010 e che stanno tuttora frenando, nel 2011, una solida ripresa dell'economia di buona parte del mondo anche ora che è stata superata la fase acuta della recessione. Risulta difficile non pensare che non sia stata questa massiccia redistribuzione dei redditi a rendere affascinanti agli occhi dei politici di destra, dei ricchi e delle loro casse di risonanza mediatiche la "teoria" economica neoliberista.

Purtroppo, come esamineremo in dettaglio nel prosieguo di questa parte del volume, la contrapposizione tra le due scuole di pensiero, così come tra gli interessi economici e politici delle differenti classi, ceti sociali e politici, rischia di frenare la ricerca di soluzioni condivise che impediscano il verificarsi di una nuova crisi in condizioni economiche assai peggiorate, non foss'altro che in quanto la precedente è stata "risolta" portando a carico dell'erario pubblico dei maggiori paesi le perdite accumulate dal sistema finanziario e rendendo così impensabile che ad un'eventuale nuova crisi si possa rispondere con interventi di quelle dimensioni.

L'analisi qui svolta era stata inizialmente concepita come un volume di testo da utilizzare per corsi di macroeconomia orientati allo studio delle economie aperte agli scambi internazionali e delle politiche economiche conseguenti. Tenendo conto della fase storica nella quale si trova oggi il mondo "globalizzato" particolare attenzione è

¹⁰ Gli autori neoclassici non concordano con questa periodizzazione, attribuendo la responsabilità dell'inflazione che caratterizzò il periodo 1973-1982 alle politiche keynesiane attuate nel primo periodo. Ad opinione di chi scrive, l'inflazione di quegli anni non può essere attribuita alle politiche keynesiane, in quanto trasse origine dall'aumento del costo del petrolio, e il decennio in questione andrebbe piuttosto considerato come un interregno tra i due periodi. Storicamente tale evento fu comunque utilizzato dai fondamentalisti del mercato per gettare discredito sulle politiche di gestione della domanda e avviare la fase di gestione della politica economica improntata al neoliberismo fondamentalista.

stata posta al fenomeno della globalizzazione finanziaria, ragion per cui i temi trattati hanno costituito anche programma per corsi di economia monetaria (o finanziaria) internazionale. La prospettiva nella quale è stata sviluppata l'analisi è apertamente keynesiana, nel senso che viene volutamente trascurata l'ipotesi di neutralità della moneta, tipica delle impostazioni neoclassica e monetarista, e ci si propone di esaminare i modi in cui la moneta produce effetti, spesso negativi, sull'economia reale provocando recessioni¹¹ che sempre più a fatica sono contrastate dai *policy maker*. Il tema principale sviluppato in questo studio è l'esame della crescente difficoltà nell'attuazione delle politiche economiche che da Keynes presero il nome che deriva dall'approfondirsi dei processi di riorganizzazione dei mercati su dimensioni mondiali che ha avuto luogo negli ultimi decenni e che ha convenzionalmente assunto il nome di *globalizzazione*. Le politiche keynesiane, che avevano permesso al mondo di superare, sia pure a fatica, la più grande depressione della storia – quella iniziata nell'ottobre del 1929, i cui effetti recessivi condizionarono tutto il decennio successivo – non sono oggi attuabili al livello delle singole nazioni, come accadde allora attraverso l'adozione di misure di sostegno della domanda, proprio perché, come si argomenterà nel prosieguo del libro, l'avvenuta globalizzazione dell'economia mondiale richiederebbe che esse fossero coordinate su scala mondiale, o globale che dir si voglia. In realtà lo stesso Keynes cercò negli anni quaranta del secolo scorso di creare i presupposti, attraverso la predisposizione di un sistema monetario internazionale che favorisse l'adozione di politiche di sostegno della domanda, affinché tali politiche potessero essere attuate al livello mondiale coordinando l'azione dei *policy maker* nazionali. Purtroppo, come si vedrà, il suo progetto non fu adottato pienamente alla conferenza di Bretton Woods del 1944 (che pure portò il coordinamento economico internazionale al livello più ampio mai raggiunto fino ad oggi). Di conseguenza, negli oltre 60 anni trascorsi da allora la globalizzazione ha finito per costituire il massimo ostacolo all'applicazione delle ricette che potrebbero definitivamente tirare il mondo fuori dall'*impasse* nel quale ci ha cacciati la prima crisi finanziaria autenticamente globale della storia, iniziata nel 2007 e che per ora non ha prodotto effetti comparabili a quelli della precedente grazie soprattutto agli insegnamenti che comunque è stato possibile trarre dagli errori che avevano aggravato la crisi del 1929, ma che al momento, quattro anni dopo il suo avvio, non sembra decisamente avviata verso il superamento, nell'opinione di chi scrive a causa delle difficoltà politiche di avviare un vero e proprio coordinamento delle politiche economiche al livello globale. Per fortuna, alcune delle proposte messe in campo in questi anni, e se-

¹¹ Keynes definiva questa materia di studio "teoria monetaria della produzione", termine con il quale avviò il suo insegnamento della macroeconomia, che doveva poi culminare nella stesura della **Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta** (1936). La genesi di questa impostazione, è chiaramente affermata nell'articolo *A Monetary Theory of Production*, pubblicato nel 1933 ne *Der stand und die naechste Zunkunft der konjunkturforschung: Festschrift fuer Arthur Spiethoff*, riprodotto in Keynes (1973a; pagg. 408-411). I passi successivi attraverso i quali egli sviluppò la sua teoria possono essere ricostruiti attraverso la lettura dei volumi XIII, XIV e XXIX della raccolta dei suoi scritti (Keynes 1973a, 1973b e 1979). I contributi dedicati alla presentazione e alla sintesi del percorso intellettuale di Keynes sono moltissimi; coloro che desiderino approfondire questo tema possono consultare, limitandoci ai contributi disponibili in lingua italiana, i libri di Vicarelli (1979) e Pasinetti (2010). Altre indicazioni su questa impostazione saranno fornite nel prosieguo di questo volume ma, non essendo esso dedicato a questo tema, saranno relegate in apposite note.

gnatamente quella avanzata dalle Nazioni Unite (Cfr. United Nations, 2009) fanno sperare che sarà possibile farlo in futuro.

Un aspetto che in questa sede sarà soltanto accennato a conclusione dell'analisi svolta, ma che riteniamo vada particolarmente indagato da autori meglio attrezzati dello scrivente a trattare problemi di storia politica, è che nel corso degli ultimi anni e in particolare nella recente recessione il capitalismo (o "economia di mercato" secondo una dizione apparentemente più neutra, ma, secondo lo storico Fernand Braudel, totalmente analoga) ha intrapreso una mutazione, forse genetica, passando dall'impostazione che si era affermata negli anni immediatamente successivi alla seconda guerra mondiale - definita all'epoca *job welfare society* e orientata a diffondere i frutti del progresso economico all'intera società e in particolare agli strati meno abbienti - a una impostazione che è stata definita da Joseph Stiglitz¹² (cfr. Stiglitz, 2010) *business welfare*, orientata a sovvenzionare a tutti i costi, al limite al prezzo di un pesante deterioramento dei conti pubblici, i profitti delle élites economiche, soprattutto bancarie. La non completa uscita dalla crisi rischia però di porre i presupposti per una riproposizione dei problemi che si presentarono allora, sia pure in una forma apparentemente nuova.¹³ Se si vuole evitarlo occorre ripensare a modalità in grado di governare e stabilizzare il capitalismo globale.

Questi sono in breve i temi che ci si propone di trattare e le questioni che saranno indagate in questo contributo, che conserva quindi la caratteristica di fondo di libro di testo ma che ambisce anche a guidare i lettori alla comprensione dei problemi di come ridisegnare l'architettura dei rapporti economici internazionali ed evitare conflitti economici che al livello di integrazione ormai raggiunto dall'economia mondiale globalizzata rischiano di essere esiziali per la tenuta della democrazia nei nostri paesi. A conclusione di questa introduzione ci sembra utile illustrare brevemente il percorso che viene proposto. Esso si articola in quattro tappe, corrispondenti ai quattro capitoli di questa seconda parte.

In questo capitolo sono presentate le nozioni di base necessarie per sviluppare l'analisi di economie aperte agli scambi internazionali. Premessa a tutto ciò è la definizione del concetto di globalizzazione e l'indicazione della fonte dei vantaggi, in termini di aumentata produttività, che da essa derivano, che fu svolta nel capitolo 2. In questo capitolo viene sottolineato come l'esigenza di saldare gli eventuali sbilanci dei conti con l'estero dia luogo a processi di riaggiustamento (differenti a seconda dei sistemi

¹² premio Nobel per l'economia nel 2001 e con precedenti esperienze di gestione della politica economica nel Consiglio dei consulenti economici durante il primo mandato di presidente degli Stati Uniti di Bill Clinton e come capo economista della Banca Mondiale.

¹³ Sulla base del noto aforisma secondo il quale la storia non si presenta mai nelle stesse forme del passato oggi la crisi finanziaria internazionale non è caratterizzata da un enorme fallimento delle banche, che sono state "salvate" dai *policy maker*, ma piuttosto dal deterioramento dei bilanci pubblici dei paesi che sono intervenuti pesantemente a salvarle. Come vedremo, i pericoli di fronte ai quali si trova oggi l'economia mondiale sono due: che la speculazione, ampiamente foraggiata negli anni della crisi ma ancora scarsamente regolamentata, attacchi i paesi in difficoltà; che in alcuni grandi paesi che non riescono a ritrovare i ritmi di crescita antecedenti la crisi ci si orienti verso politiche di sostegno delle esportazioni e di contenimento delle importazioni analoghe alle politiche protezionistiche e alle politiche di contenimento dei salari che trasformarono la crisi degli anni trenta in un vero e proprio incubo.

monetari internazionali in vigore) che possono perturbare gli equilibri interni dei paesi facenti parte del sistema. Si perviene così a definire il *trade-off* (processo di scelta) tra equilibrio interno ed equilibrio esterno che i *policy maker* nazionali debbono affrontare e il vincolo che il mantenimento dell'equilibrio esterno impone alla crescita dei singoli paesi.

I capitoli 6 e 7 sono dedicati allo studio delle due tendenze che caratterizzano l'attuale fase di globalizzazione.

Nel capitolo 6 sono esaminati i modi attraverso i quali la globalizzazione finanziaria ha ridotto l'efficacia delle politiche keynesiane di gestione della domanda per il raggiungimento dell'equilibrio di piena occupazione, in particolare nei paesi che sono sottoposti al vincolo dei conti con l'estero, e come questa tendenza abbia indirizzato molti paesi ad attuare politiche dell'offerta tese a rafforzare la competitività internazionale nel tentativo di innescare processi di sviluppo basati sulle esportazioni anziché sulla domanda nazionale. A questo proposito, va però tenuto conto del fatto che queste politiche non possono essere attuate da tutti i paesi (l'eccesso di esportazioni di alcuni paesi è compensato dall'eccesso di importazioni degli altri, in quanto nel suo complesso il mondo è un'economia chiusa) e che i paesi che non riescono ad attuarle e che si trovano alle prese con situazioni di vincolo dei conti con l'estero sono costretti a ripristinare l'equilibrio estero comprimendo la domanda interna e impartendo quindi una tendenza recessiva a se stessi e all'intera economia mondiale. Tali tendenze recessive sono tanto più forti quanto più le politiche dell'offerta sono effettuate comprimendo i redditi dei fattori produttivi, anziché, come sarebbe più efficace ma è di solito più difficile, investendo in attività che accrescano la produttività dell'economia nazionale.

Nel capitolo 7 sono esaminati i modelli che studiano la determinazione dei tassi di cambio nelle condizioni storicamente determinate dalla globalizzazione finanziaria. Sono in particolare esaminate le condizioni che danno luogo ad una rilevante volatilità dei tassi di cambio e le situazioni patologiche – circoli viziosi e crisi valutarie – che possono derivarne nei paesi che non riescono a soddisfare i desiderata del mercato finanziario mondiale.

Il capitolo 8 sviluppa una lunga panoramica dei sistemi monetari internazionali che si sono succeduti nell'arco dei quasi 150 anni lungo i quali si sono evoluti i processi della globalizzazione. Il filo conduttore di questa rilettura delle vicende storiche del periodo è la tendenza dell'ordine economico mondiale ad adattarsi ai vari tipi di shock che lo colpiscono (la distinzione tra shock monetari e shock reali è presentata come una sorta di proemio a questa analisi). Viene poi esaminata la crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2007, che ha portato il mondo sull'orlo di una riedizione di quella di 70 anni fa. Si vedrà come nel determinarla si siano sommati squilibri distributivi, squilibri commerciali e squilibri tra domanda e offerta che traevano origine dai modi in cui la globalizzazione finanziaria era stata gestita nel trentennio precedente in nome della vulgata liberista che aveva preso piede sulla scia delle politiche inaugurate negli Stati Uniti e nel Regno Unito sul finire degli anni settanta del secolo scorso e seguite dai paesi dell'Europa continentale a metà degli anni novanta. Ci si chiede infine quali siano le prospettive attuali e le condizioni affinché alla precedente crisi non ne faccia seguito un'altra, che non potrebbe probabilmente essere gestita impiegando la quantità di risorse pubbliche che è stata dedicata al ripianamento degli squilibri bancari creati dalla

precedente attingendo largamente a fondi pubblici forniti dai contribuenti. Una condizione che viene vista come prioritaria è la riforma dell'architettura finanziaria internazionale in modi che possano permettere di coordinare le politiche economiche mondiali gestendole al livello globale al quale si manifesta la crisi. Si esamineranno le proposte che sono state avanzate negli ultimi anni ma la cui attuazione procede con una pericolosa lentezza, soprattutto in quanto non è mai stato raggiunto alcun accordo tra coloro i quali ritengono che la recente crisi sia stato un avvenimento estremo e in pratica irripetibile e coloro i quali, al contrario, temono che, se non si modificheranno le condizioni di fondo del funzionamento dell'economia mondiale, il rischio di una nuova crisi sia quanto mai elevato. Per i primi sarebbero sufficienti una blanda supervisione internazionale del mercato finanziario mondiale e un coordinamento macroeconomico tra le maggiori aree monetarie mondiali, anch'esso non troppo cogente e comunque basato sul presupposto che il libero dispiegarsi delle forze e delle potenzialità dei mercati rimanga il modo migliore per governare la globalizzazione, mentre i secondi ritengono che i "fallimenti di mercato" siano endemici in un'economia mondiale le cui forme di mercato predominanti si avvicinano maggiormente al monopolio che alla mitica concorrenza perfetta ipotizzata dai manuali e richiedano la predisposizione di controlli e interventi il cui coordinamento internazionale nell'era della globalizzazione appare tutt'altro che facile, soprattutto al livello della politica internazionale.

A conclusione di questa analisi ci si domanderà se gli eventi recenti non richiedano una evoluzione del capitalismo e una nuova definizione dei requisiti sui quali si fonda la democrazia, come accadde dopo la crisi degli anni trenta, che permetta di superare il conflitto tra globalizzazione economica e libertà di azione degli Stati-Nazione, in modo che sia di nuovo possibile a questi ultimi definire autonomamente gli obiettivi liberamente scelti dai cittadini elettori e gli strumenti attraverso i quali essi possono essere conseguiti. E' a questa questione che gli eventi del prossimo futuro dovranno dare una risposta.

5.2 La bilancia dei pagamenti

5.2.1 *La struttura della bilancia dei pagamenti*

La bilancia dei pagamenti è il documento contabile che sintetizza tutte le transazioni che hanno luogo in un determinato periodo di tempo tra gli operatori residenti in un paese e i non residenti (cfr. IMF, 1993), nonché tutte le transazioni tra operatori nazionali effettuate in valuta estera.¹⁴ Nella bilancia dei pagamenti sono registrati i crediti e i

¹⁴ Nell'ambito di questa trattazione utilizzeremo il termine "moneta" per indicare i mezzi di pagamento creati dal sistema bancario nazionale ed utilizzati all'interno del paese in questione e con il termine "valuta" qualsiasi moneta o attività finanziaria creata da sistemi bancari esteri che svolga contemporaneamente le tre funzioni tradizionali della moneta (mezzo di scambio, unità di conto e riserva di valore) nelle transazioni tra operatori nazionali e operatori esteri ma anche, nelle particolari condizioni alle quali si fa qui riferimento, per effettuare transazioni tra operatori nazionali. Esempi tipici di transazioni in valuta tra operatori nazionali sono l'acquisto di valute straniere possedute da operatori nazionali (ad esempio da imprese che abbiano esportato merci in paesi stranieri o da banche commerciali alle quali le imprese le abbiano cedute) da parte della

debiti dei residenti nazionali nei confronti dei residenti esteri provenienti da tali transazioni. Nella bilancia dei pagamenti crediti e debiti sono registrati sotto forma di “*flussi*”, le cui dimensioni vanno riferite al periodo di tempo (anno, quadrimestre, mese) nel quale le transazioni si sono svolte; tali flussi determinano gli effetti che le operazioni con l'estero determinano sull'economia nazionale. La somma dei flussi comporta, con l'andar del tempo, l'accumulo di posizioni patrimoniali: attive se i crediti eccedono i debiti e passive nel caso contrario; tali posizioni patrimoniali agiscono, come vedremo, in modo da produrre il riaggiustamento della bilancia. Nella bilancia dei pagamenti non sono indicate, ovviamente, tutte le singole transazioni, ma ne viene indicato sinteticamente il saldo complessivo, distinto secondo le categorie di transazioni principali.

Crediti e debiti verso l'estero sono determinati da tre gruppi di transazioni profondamente diverse, ognuna delle quali viene registrata in una specifica sezione, o *conto*, della bilancia dei pagamenti. I primi due *conti* sono il *conto corrente* e il *conto capitale*.¹⁵ In essi sono registrati con segno positivo tutti i crediti che gli operatori nazionali conseguono a seguito delle transazioni sotto specificate e che comportano l'effettuazione di pagamenti da residenti esteri e con segno negativo tutti i debiti che gli operatori nazionali assumono per effettuare transazioni che comportano pagamenti a favore di operatori residenti in altri paesi.

Il *conto corrente* comprende due categorie di transazioni: da un lato, i crediti provenienti dalle esportazioni di merci e servizi nazionali, che sono registrati con segno positivo ad indicare la riscossione di pagamenti da parte dei residenti esteri che hanno acquistato le merci esportate, e, dall'altro lato, i debiti conseguenti all'importazione di merci e servizi esteri, registrati con segno negativo in quanto danno luogo ad esborsi a favore di operatori esteri. Sono computati nel conto corrente della bilancia dei pagamenti anche i crediti e i debiti da e verso l'estero che non danno luogo ad alcun obbligo di restituzione, imputando anche in questo caso con il segno positivo la riscossione di pagamenti provenienti dall'estero e con il segno negativo i debiti degli operatori nazionali che debbono effettuare pagamenti verso l'estero; i più importanti tra questi sono i trasferimenti di redditi percepiti in un paese da operatori (imprenditori, lavoratori o percettori di rendite finanziarie) che vogliono spendere o impiegare finanziariamente tali redditi in un altro paese¹⁶ e i trasferimenti unilaterali da un paese all'altro (imposte

Banca Centrale del paese in questione, allo scopo di aumentare le proprie riserve di valuta internazionale, o, al contrario, la vendita da parte della Banca Centrale di valute straniere agli operatori che debbono effettuare pagamenti all'estero.

¹⁵ Sino a qualche anno fa questi due conti erano presentati nelle statistiche della bilancia dei pagamenti congiuntamente ed erano indicati come *partite correnti*.

¹⁶ Va sottolineato che, a differenza di quanto accade in economia chiusa, in economia aperta il valore del reddito nazionale lordo (R.N.L.) non è necessariamente uguale a quello del prodotto nazionale lordo (P.N.L.). Ciò deriva dal fatto che tra le partite correnti figurano, in attivo, gli incassi incamerati da residenti nazionali che partecipano a processi produttivi all'estero (ad esempio, i profitti ottenuti da imprese nazionali che producono all'estero, i redditi da lavoro percepiti da lavoratori nazionali impiegati all'estero e gli interessi incamerati da investitori finanziari nazionali che detengono titoli denominati in valuta estera) rimpatriati per essere utilizzati in patria e i trasferimenti dall'estero incassati da operatori nazionali e, in passivo, i redditi prodotti in patria e trasferiti in altri paesi (oltre agli esempi speculari rispetto a quelli riportati nella parentesi precedente, fanno parte di questa categoria le imposte pagate dal governo ad organizzazioni internazionali, al netto dei contributi ricevuti da operatori nazionali

pagate a organizzazioni internazionali; contributi forniti a residenti nazionali da organizzazioni internazionali o estere; aiuti finanziari concessi ad operatori residenti in paesi esteri o ricevuti da paesi stranieri). La differenza algebrica tra incassi ed esborsi dà luogo al *saldo del conto corrente*. La parte più importante di questo saldo è determinata dalla differenza tra gli incassi provenienti dalle esportazioni e gli esborsi pagati per le importazioni ed è denominata *saldo commerciale*.

Il *conto capitale* include i crediti e i debiti provenienti dagli incassi e dagli esborsi per “trasferimenti di proprietà di beni capitali o di fondi collegati all’acquisto o alla dismissione di beni capitali e dalla remissione di debiti”, nonché quelli provenienti dalle “trasmissioni nella proprietà (non nell’uso) di attività intangibili, quali i brevetti e l’avviamento commerciale; sono esclusi i diritti di proprietà fondiaria” (Banca d’Italia, 2004; appendice, pag. 260).¹⁷

La somma dei saldi del *conto corrente* e del *conto capitale* misura la variazione della posizione creditoria (se positiva) o debitoria (se negativa) netta da o verso il resto del mondo.

La terza sezione della bilancia dei pagamenti è definita *conto finanziario* e include le transazioni tra operatori residenti e operatori esteri consistenti nella compravendita di titoli finanziari che danno luogo ad afflussi e deflussi di capitale. Gli afflussi di capitale provenienti dall’estero consistono in aumenti delle attività finanziarie estere in possesso di residenti nazionali o riduzione di attività finanziarie nazionali possedute da residenti esteri; essi sono registrati come crediti (con segno positivo) in quanto comportano l’effettuazione di pagamenti da parte di operatori esteri verso residenti nazionali per l’acquisto dei titoli. I deflussi di capitale consistono nell’acquisto di attività finanziarie estere da parte di residenti nazionali o riduzione di attività finanziarie nazionali possedute da stranieri; sono registrati come debiti (con segno negativo) in quanto comportano pagamenti da parte di operatori nazionali verso operatori esteri.

Il *conto finanziario* comprende: gli investimenti diretti (acquisti e vendite di pacchetti di controllo azionari e di partecipazioni all’estero), gli investimenti di portafoglio (acquisti e vendite di azioni, in misura ridotta e comunque tale da non determinare posizioni di controllo, e di obbligazioni e altri titoli a reddito fisso, privati e pubblici), gli acquisti e le vendite di prodotti finanziari derivati, altri investimenti finanziari (prestiti pubblici e privati; crediti commerciali, capitali bancari e impieghi a breve).

Si noti che i titoli finanziari esteri posseduti dagli operatori nazionali rappresentano, per costoro e per il paese, crediti nei confronti dell’estero, che, al momento della loro acquisizione danno luogo ad esborsi di valuta internazionale verso l’estero, mentre i titoli finanziari nazionali posseduti da stranieri, che al momento del loro acquisto comportano afflusso di valuta estera verso il nostro paese, rappresentano altrettanti debiti nei confronti dell’estero.

da parte di organizzazioni internazionali e gli aiuti forniti a paesi e operatori esteri). Poiché gli incassi provenienti dall’estero vanno ad aumentare il R.N.L. senza che a ciò corrisponda alcuna produzione nazionale e i redditi prodotti nel paese la cui bilancia dei pagamenti è presa in considerazione e trasferiti all’estero fanno parte del P.N.L. ma non del R.N.L., i due aggregati di contabilità nazionale sono di norma differenti, a meno che gli incassi dall’estero e i pagamenti all’estero sopra descritti non siano, casualmente, uguali.

¹⁷ Si tratta, di norma, di flussi di dimensioni ridotte rispetto a quelli degli altri due conti.

Va, infine, notato come il pagamento degli interessi sui titoli posseduti da stranieri e l'incasso degli interessi sui titoli esteri posseduti da operatori nazionali non siano registrati nel *conto finanziario* ma vadano a far parte del *conto corrente* (i primi con segno negativo, i secondi con segno positivo) trattandosi di transazioni che non modificano la situazione patrimoniale del paese.

Nel *conto finanziario* sono incluse anche le *variazioni delle riserve ufficiali*, detenute dalle autorità monetarie per garantire la convertibilità della moneta nazionale in valuta estera per i non residenti, condizione necessaria per far parte di qualsiasi sistema monetario internazionale. Le *riserve ufficiali* comprendono "l'oro utilizzabile a fini di regolazione delle transazioni internazionali" e "le attività in valuta diverse dall'euro" (che è in questo momento la moneta nazionale italiana) "dotate di liquidità, commerciabilità e qualità elevata detenute in contropartita di non residenti nell'area della moneta unica" (Banca d'Italia, 2004; appendice, pag. 260). Va tenuto conto che, essendo ormai l'Italia entrata a far parte dell'Unione monetaria europea (UME), gran parte delle riserve ufficiali italiane sono state trasferite alla Banca Centrale Europea (BCE). Si noti che l'aumento delle riserve ufficiali dà luogo ad una registrazione di segno negativo, in quanto indica che il paese nazionale è diventato creditore nei confronti dell'estero per l'importo corrispondente a tale aumento. Corrispondentemente, la riduzione delle riserve ufficiali dà luogo a registrazioni di segno positivo, ad indicare che i crediti vantati dal paese nazionale verso l'estero si sono ridotti.

Va sottolineato che ogni variazione delle riserve ufficiali implica l'intervento delle autorità monetarie; in tali interventi si sostanziano, in effetti, le politiche di gestione del tasso di cambio¹⁸ attuate dalle autorità monetarie. Le politiche di gestione del cambio possono essere indirizzate a fissarne il livello ad un tasso di riferimento predeterminato, di solito concordato con altre nazioni nell'ambito di accordi monetari internazionali: in tal caso si dice che il paese adotta un sistema (o "*regime*") di cambi fissi. Al contrario, si dirà che il paese sta adottando un regime di "cambi flessibili" (o "fluttuanti") quando le autorità monetarie lasciano che il prezzo della moneta si formi liberamente sul mercato dei cambi.¹⁹ Nell'attuazione pratica delle politiche del cambio è possibile anche che il comportamento delle autorità preposte alla gestione del cambio non sia né di completo disinteresse né di completa fissazione del cambio: in tal caso si parla di regime a "fluttuazione manovrata" (o "controllata"), che comporta di fatto una gestione

¹⁸ Il tasso di cambio è il valore di una moneta espresso in termini di un'altra moneta. Esso è determinato dal mercato dei cambi, il cui funzionamento e le cui modalità operative saranno esaminate nel paragrafo 5.3.

¹⁹ I mutamenti del tasso di cambio sono designati con termini differenti a seconda che si verifichino in condizioni di cambi fissi o in condizioni di cambi flessibili. La perdita di valore della moneta nazionale rispetto ad una o più valute estere è definita "deprezzamento", per sottolineare che si tratta di un effetto determinato dal funzionamento del mercato, se ha luogo in condizioni di cambi flessibili, oppure "svalutazione", per sottolineare che la decisione ultima di modificare il tasso di cambio è comunque presa dalle autorità preposte alla gestione del cambio, se il paese opera in condizioni di cambi fissi. Corrispondentemente, l'aumento di valore della moneta nazionale è chiamato "apprezzamento" quando ha luogo in condizioni di cambi flessibili e "rivalutazione" quando ha luogo in condizioni di cambi fissi, mentre la riduzione di valore della moneta nazionale è definita "deprezzamento" quando ha luogo in condizioni di cambi flessibili e "svalutazione" quando ha luogo in condizioni di cambi fissi.

dei cambi intermedia tra il sistema dei cambi fissi e il sistema dei cambi flessibili, permettendo però una maggiore flessibilità nella gestione del tasso di cambio.

Il saldo del conto finanziario al netto delle variazioni delle riserve ufficiali è definito “saldo dei movimenti dei capitali” ed indica la variazione del saldo patrimoniale degli operatori privati italiani nei confronti del resto del mondo.

Le transazioni con l'estero sono registrate nella bilancia dei pagamenti applicando il criterio ragionieristico della “partita doppia”, secondo il quale ogni transazione dà luogo a due registrazioni di uguale importo e di segno contrario: la prima registrazione si riferisce all'incasso o al pagamento e la seconda alla variazione della situazione patrimoniale. Ad esempio, l'esportazione di un'automobile italiana negli Stati Uniti dà origine alla registrazione del prezzo dell'automobile, che poniamo sia di 20.000 dollari, con segno positivo nel *conto corrente* e alla registrazione della medesima cifra al passivo del *conto finanziario*, ad indicare l'aumento delle attività finanziarie estere possedute da residenti italiani, con modalità differenti a seconda dell'impiego che l'esportatore fa dei 20.000 dollari: se li incassa in valuta estera e li versa in un c/c presso una banca estera egli avrà costituito un'attività finanziaria detenuta all'estero, da registrarsi con segno negativo nel *conto finanziario*; se li utilizza per acquistare un'obbligazione o un titolo del tesoro statunitense denominato in dollari, si avrà ancora un aumento delle attività finanziarie nazionali verso l'estero; se, infine, li trasforma in euro vendendoli alla Banca d'Italia, in quanto braccio operativo della Banca Centrale Europea, si avrà un aumento delle riserve ufficiali di quest'ultima, registrato al passivo della sezione delle riserve ufficiali del *conto finanziario*. Per fare un altro esempio, la vendita di titoli di stato italiani denominati in euro su un mercato finanziario denominato in una moneta diversa dall'euro, ad esempio il mercato finanziario statunitense, dà luogo, da un lato, a due registrazioni nel *conto finanziario* della bilancia dei pagamenti italiana: la prima, con segno positivo, che indica l'afflusso di capitale dall'estero; la seconda, con segno negativo, che registra la costituzione di un debito dell'Italia nei confronti dell'estero.

E' immediatamente evidente come l'applicazione di queste regole di registrazione comporti che il saldo contabile della bilancia dei pagamenti non possa assumere altro valore che zero; si tratta, però, di una regola di carattere puramente contabile. Per tradurre questo concetto contabile in un indicatore utilizzabile per l'analisi economica, che rifletta la posizione di un paese rispetto al resto del mondo, va fatto riferimento al “saldo (economico) della bilancia dei pagamenti”, pari alla differenza tra incassi provenienti dall'estero e pagamenti effettuati all'estero al netto degli interventi di gestione del tasso di cambio attuati dalla banca centrale e misurati dalla variazione delle riserve ufficiali. Questa definizione di saldo della bilancia dei pagamenti è l'indicatore dell'equilibrio dei conti con l'estero (o “equilibrio esterno”) del quale ci occuperemo nel paragrafo 5.7.

Un'altra indicazione derivante dalle regole di registrazione appena esaminate, e che riprenderemo con riferimento al concetto di “equilibrio esterno”, è che la somma dei saldi del *conto corrente* e del *conto capitale* deve essere eguale al saldo del *conto finanziario* cambiato di segno. Ciò equivale a dire che la differenza tra incassi e pagamenti fatti e ottenuti da operatori privati nazionali nei confronti di operatori esteri modifica la situazione patrimoniale del paese, determinando: (a) se positiva, l'accumularsi

di attività finanziarie verso l'estero nelle mani dei residenti, inclusa, eventualmente, la banca centrale, e, (b) se negativa, l'accensione di debiti verso l'estero o la riduzione dell'ammontare di attività finanziarie estere possedute dai residenti nazionali, inclusa, se del caso, la banca centrale.

Possiamo sintetizzare quanto detto in formule:

$$\text{Saldo } C_{\text{corrente}} + \text{Saldo } C_{\text{capitale}} + \text{Saldo } C_{\text{finanziario}} = 0 \quad (5.2.1)$$

(la somma dei saldi del *conto corrente*, del *conto capitale* e del *conto finanziario* è, per definizione, uguale a zero).

$$\text{Saldo } C_{\text{corrente}} + \text{Saldo } C_{\text{capitale}} + \text{Saldo } C_{\text{fin,privati}} + \Delta R_{\text{riserve ufficiali}} = 0 \quad (5.2.2)$$

(in questa formulazione il saldo del *conto finanziario* è stato ripartito in due parti: la prima relativa alle transazioni finanziarie effettuate da operatori privati include i movimenti di capitale di tutti gli operatori ad eccezione della banca centrale, la seconda include le variazioni delle riserve ufficiali). La (5.2.2) può essere facilmente sviluppata nella:

$$\text{Saldo } C_{\text{corrente}} + \text{Saldo } C_{\text{capitale}} + \text{Saldo } C_{\text{fin,privati}} = - \Delta R_{\text{riserve ufficiali}} \quad (5.2.3)$$

la quale indica che le riserve ufficiali hanno valore uguale e segno algebrico opposto al "saldo (economico) della bilancia dei pagamenti" (si ricordi che l'indicazione $- \Delta R_{\text{riserve ufficiali}}$ indica un aumento delle riserve ufficiali), oppure nella:

$$\text{Saldo } C_{\text{corrente}} + \text{Saldo } C_{\text{capitale}} = - \text{Saldo } CF_{\text{privati}} - \Delta R_{\text{riserve ufficiali}} \quad (5.2.4)$$

le formule (5.2.3) e (5.2.4) sono utili per esaminare condizioni di cambi fissi.

Ponendo $\Delta R_{\text{riserve ufficiali}} = 0$ (il che equivale ad ipotizzare l'assenza di interventi pubblici sul mercato dei cambi, cioè l'adozione di un regime di cambi flessibili) la (5.2.2) può essere sviluppata nella:

$$\text{Saldo } C_{\text{corrente}} + \text{Saldo } C_{\text{capitale}} = - \text{Saldo } CF_{\text{privati}} \quad (5.2.5)$$

Le formule (5.2.4) e (5.2.5) indicano, rispettivamente per i casi di cambi fissi e di cambi flessibili, che la somma dei saldi del *conto corrente* e del *conto capitale* dà luogo ad un saldo di dimensioni identiche ma di segno opposto del saldo del conto finanziario.

Sin qui si è parlato dei conti con l'estero nell'ipotesi che tutte le transazioni con l'estero siano regolarmente registrate nei conti della bilancia dei pagamenti. Nella realtà ciò potrebbe non essere vero, in particolare se alcuni esportatori non segnalano parte degli incassi ricevuti da non residenti su conti all'estero, trasferendo in tal modo capitali all'estero senza darne comunicazione. Accade così che di solito il saldo "contabile" della bilancia dei pagamenti calcolata con riferimento al mondo intero, che dovrebbe, per definizione, avere valore zero,²⁰ assuma invece un segno negativo, ad indicare l'ammontare di transazioni mondiali che sfuggono alle registrazioni delle bilance dei pagamenti nazionali. Al livello delle singole nazioni tale discrepanza viene registrata nella bilancia dei pagamenti in una particolare sezione, chiamata *errori ed omissioni*, che preserva il carattere di registrazione a partita doppia della bilancia dei pagamenti e, allo stesso tempo, consente ai gestori della politica economica (*policy makers*) di individuare fenomeni potenzialmente squilibranti quali l'uscita di capitali finanziari dal paese non dichiarata, e spesso illegale.

5.3 Mercati valutari e tassi di cambio nominali

5.3.1 Il mercato dei cambi

Nel mercato dei cambi le monete nazionali sono scambiate contro valuta estera. Questi scambi sono attuati dagli operatori che effettuano transazioni con l'estero, nei mercati delle merci o nei mercati finanziari, e vogliono procurarsi valuta (se intendono acquistare all'estero merci o titoli finanziari) oppure vogliono tradurre la valuta ottenuta attraverso vendite all'estero di merci o di titoli finanziari in moneta nazionale.

I contratti di acquisto e di vendita di valuta estera contro moneta nazionale sono di vario genere. Una prima, fondamentale, distinzione tra essi contrappone i contratti *a pronti* ai contratti *a termine*. I contratti *a pronti* (*on the spot*) prevedono che lo scambio tra moneta nazionale e valuta estera abbia luogo il più presto possibile dopo che l'accordo è stato raggiunto (di solito due giorni, tempo ritenuto necessario per permettere alle banche di effettuare le operazioni di addebito e di accredito delle ni²¹). I contratti *a termine* (*forward*) prevedono che lo scambio tra moneta nazionale e valuta internazionale abbia effettivamente luogo ad una scadenza futura predeterminata (trenta giorni, tre mesi, un anno o perfino di più). I contratti a pronti sono di solito utilizzati dagli operatori che concludono una transazione (consistente nel pagamento corrispondente ad una compravendita di merci o di titoli) immediatamente dopo l'effettuazione della compravendita. I contratti a termine nacquero invece come strumento di assicurazione del rischio di cambio nei casi in cui venivano poste in essere transazioni internazionali con pagamento differito. Ad esempio, se un importatore ita-

²⁰ In quanto, se tutte le transazioni internazionali sono regolarmente registrate, i saldi positivi dei paesi nei quali gli incassi dall'estero eccedono i pagamenti all'estero debbono necessariamente eguagliare i saldi negativi dei paesi i cui pagamenti all'estero eccedono gli incassi dall'estero.

²¹ Con l'eccezione degli scambi tra dollari statunitensi e dollari canadesi, che sono di solito regolati in un giorno.

liano compra videoregistratori giapponesi, contrattando un pagamento in yen a tre mesi e non vuole rischiare che un apprezzamento dello yen rispetto all'euro vanifichi il profitto che egli aveva previsto di ottenere da questa transazione può, all'atto dell'acquisto dei videoregistratori, acquistare a tre mesi l'ammontare di yen che è stato fissato nel contratto come controvalore dell'acquisto di videoregistratori. In questo modo egli stabilizza l'ammontare di moneta nazionale che dovrà versare per acquistare i videoregistratori e trasferisce al venditore di yen il rischio del possibile apprezzamento dello yen. Quest'ultimo, di solito una banca, svolge una funzione analoga a quella di un assicuratore, in quanto, di fatto, assicura l'acquirente di yen rispetto al rischio che egli debba pagare per i videoregistratori una somma superiore a quella che rende per lui conveniente la transazione. Per fornire questo servizio costui richiede ovviamente un premio, esattamente come un'impresa di assicurazioni richiede un premio per assicurare un qualsiasi rischio. Va tenuto comunque conto del fatto che, nella misura in cui riesce a controbilanciare le operazioni di vendita di yen a termine con operazioni di acquisto di yen a termine,²² egli non corre alcun rischio e, se non riesce a controbilanciare del tutto i due flussi di operazioni, corre comunque un rischio minore della somma dei rischi che i singoli operatori avrebbero affrontato in assenza del suo intervento.

I contratti a termine nacquero quindi come strumenti delegati a trasferire il rischio di cambio dalle imprese che attuavano commerci con l'estero a banche internazionali; in seguito si sono evoluti in strumenti utilizzati anche, ormai soprattutto, per effettuare operazioni speculative sui cambi. Per comprendere come questa evoluzione abbia avuto luogo, si ipotizzi, ad esempio, che un operatore finanziario ritenga probabile che lo yen si deprezzi rispetto all'euro nel corso dei prossimi tre mesi e che il tasso di cambio a termine non rifletta questa previsione. Egli potrà allora acquistare euro contro yen a tre mesi e, se le sue previsioni sono corrette, rivendendoli alla scadenza, potrà incamerare i proventi della differenza tra il deprezzamento che aveva correttamente previsto e il premio per il rischio che ha pagato.²³

Nella seconda metà del ventesimo secolo si sono sviluppati altri tipi di contratti più raffinati che rafforzano tanto le possibilità di copertura dal rischio di variazioni inattese dei tassi di cambio quanto le possibilità di attuare operazioni di "arbitraggio"²⁴ o di ef-

²² Ad esempio, per garantire ad un'impresa commerciale giapponese che abbia acquistato in Italia prodotti di abbigliamento con l'impegno di pagare il controvalore in euro a tre mesi e che voglia coprirsi dal rischio che lo yen si deprezzi. In questo caso, in effetti, se le due operazioni sono di dimensioni identiche il rischio complessivo si annulla e la banca (l'assicuratore) ottiene un profitto in quanto incassa i premi pagati sia dall'importatore italiano di videoregistratori sia dall'importatore giapponese di articoli di abbigliamento.

²³ Ovviamente, se la sua previsione risulta errata, egli pagherà il prezzo del suo errore, pari alla somma tra il premio per il rischio corrisposto e l'eventuale rivalutazione dello yen, che non aveva previsto.

²⁴ Il significato economico delle operazioni di arbitraggio sarà approfondito nel paragrafo 7.1. Per ora ci è sufficiente anticipare che l'arbitraggio consiste nella scelta da parte degli operatori finanziari dell'alternativa più favorevole tra tutte quelle possibili per attuare una transazione finanziaria. Va sottolineato che, agendo in tal modo, gli operatori tendono a livellare i costi e i rendimenti delle transazioni attuate nei mercati tra i quali ha luogo l'arbitraggio. Ovviamente, nel caso del mercato finanziario mondiale, che stiamo studiando in questa sede, va considerato il fatto che nei singoli mercati nazionali sono utilizzate monete differenti e che quindi nel calcolo del modo con il quale scegliere l'alternativa più conveniente tra i vari impieghi finanziari

fettuare transazioni propriamente speculative (consistenti nel trarre vantaggio da un'evoluzione futura del mercato correttamente prevista in anticipo rispetto agli altri operatori finanziari).²⁵ A queste transazioni viene di solito assegnata la qualifica di contratti *derivati*. I più importanti tra di essi sono i *swap* in valute estere, i contratti *future* e le opzioni su valute estere. I contratti *swap* consistono in una vendita (o in un acquisto) di valuta a pronti combinata con il riacquisto (rivendita) del medesimo ammontare di valuta ad una scadenza futura. Anch'essi nacquero, e sono ancora largamente usati, con lo scopo di coprire un rischio di cambio. Ad esempio, se un operatore ha ricevuto un pagamento in valuta estera e, sapendo che dovrà effettuare un pagamento di importo analogo nella medesima valuta, non vuole affrontare il rischio di detenere valuta estera, che teme possa deprezzarsi durante il periodo intercorrente tra l'incasso e il pagamento, può coprirsi rispetto a tale rischio o effettuando due transazioni - una vendita di valuta a pronti e un acquisto di valuta a termine - oppure effettuando una sola operazione di swap, che ha effetti totalmente analoghi quanto a copertura del rischio di cambio ma che può comportare il pagamento di commissioni di entità minore di quelle derivanti dall'effettuazione di due transazioni separate. I contratti *future* sono molto simili ai contratti a termine, dai quali differiscono soltanto in quanto, essendo stipulati con riferimento a modalità prefissate, possono essere rivenduti prima della scadenza ad altri operatori. Anche l'ultimo dei contratti sui cambi che esaminiamo - le "opzioni su valuta estera", contratti che definiscono la compravendita di un determinato ammontare di valuta estera ad una scadenza futura ma attribuiscono ad uno dei due contraenti il diritto di recedere dal contratto, pagando una penale di ammontare prefissato - può essere utilizzato per attuare i tre tipi di operazioni descritte sopra (copertura dal rischio di cambio, arbitraggio, speculazione). Tuttavia, esse forniscono condizioni particolarmente favorevoli all'attuazione di operazioni speculative, in quanto, da un lato, contengono le possibili perdite entro i limiti stabiliti dal valore della penale, e, dall'altro, nella maggior parte dei casi non prevedono all'atto della stipulazione il versamento effettivo della somma corrispondente all'ammontare del contratto ma soltanto il versamento, a garanzia del buon fine dell'operazione, di una parte di essa, di solito pari alla massima perdita potenziale, rendendo possibili operazioni speculative di dimensioni molto superiori a quelle che potrebbero essere attuate se le cifre coinvolte dovessero essere effettivamente immobilizzate all'atto della stipulazione dei contratti.

denominati in monete differenti va tenuto conto del tasso di cambio, presente e previsto per il futuro, tra queste monete. Le modalità tecniche adottate per questo tipo di operazioni finanziarie saranno anch'esse esaminate nel capitolo 7.

²⁵ Questa formulazione chiarisce come la speculazione sia, di per sé, un'attività economica perfettamente legittima, anzi utile nella misura in cui permette al mercato di indirizzarsi più rapidamente verso l'equilibrio (si parla in tal caso di speculazione "stabilizzante", che si ha quando gli speculatori riescono a formulare previsioni migliori degli altri operatori; si tenga conto che se non lo facessero finirebbero per fallire ed uscire dal mercato, per cui il mercato tende ad espellere gli operatori meno abili nel formulare le previsioni corrette e a selezionare i più bravi, che ottengono profitti, spesso di dimensioni rilevanti, da questa loro abilità). Altra cosa è il comportamento degli speculatori che cercano di spingere il mercato in direzioni ad essi convenienti. In tal caso la speculazione diventa "destabilizzante" e può recare danni al corretto funzionamento dei mercati. Poiché la speculazione destabilizzante svolge una funzione particolarmente negativa nelle situazioni di crisi ("finanziarie" e/o "valutarie"), ne rimandiamo lo studio ai capitoli dedicati all'analisi di queste ultime.

Il prezzo che si determina sul mercato dei cambi come punto di incontro delle curve di domanda e di offerta di valuta estera contro moneta nazionale viene definito *tasso di cambio nominale*. Per ogni moneta nazionale esistono tanti tassi di cambio nominali (“bilaterali”) per quante sono le valute estere scambiate con essa. Ogni *tasso di cambio bilaterale* può essere espresso in due modi:

- (a) come prezzo della moneta nazionale in termini della valuta estera. In questo caso si dice che il cambio è quotato **incerto per certo**, in quanto indica la quantità (“incerta”, variabile) di moneta nazionale necessaria per acquistare un’unità (“certa”) di moneta estera. Prima della formazione dell’Unione Monetaria Europea (U.M.E.; avvenuta l’1/1/1999) tutte le monete che ne avrebbero fatto parte, in particolare la lira italiana, venivano quotate in questo modo. Così, ad esempio, il cambio tra la lira e il dollaro si aggirava all’epoca intorno al valore di 2.100 lire per un dollaro. In questo caso si aveva deprezzamento della moneta nazionale quando il tasso di cambio cresceva: l’aumento del tasso di cambio, poniamo ad esempio dalle iniziali 2.100 lire per dollaro a 2.150, significava, in effetti, che come conseguenza dell’aumento del cambio occorrevo più lire italiane per acquistare la stessa quantità di valuta estera. Per converso, si aveva apprezzamento della lira italiana quando il prezzo in lire della valuta estera si riduceva.
- (b) Come prezzo della valuta estera in termini di moneta nazionale. In questo caso si parla di quotazione **certo per incerto**, in quanto si indica come fissa (“certa”) la quantità di moneta nazionale e come variabile (e quindi “incerta”) la quantità di moneta estera ad essa corrispondente. L’euro è definito in questo modo. Con questo tipo di quotazione si ha deprezzamento se il tasso di cambio scende (ad esempio il cambio euro/dollaro, quantità di dollari per ogni unità di euro, si ridusse, nei primi 18 mesi della sua vita, dal valore iniziale di 1,1675 dollari a valori di poco superiori agli 0,80 centesimi di dollaro per euro) in quanto tale discesa sta a significare che con la medesima quantità di moneta nazionale, un euro, si acquista una quantità minore di valuta estera, e si ha apprezzamento se il tasso di cambio cresce (negli anni successivi il tasso di cambio dollari per euro è cresciuto, raggiungendo livelli massimi di poco superiori agli 1,60 dollari per euro, quasi il doppio dei minimi toccati in precedenza, per poi cadere di nuovo).²⁶

I tassi di cambio nominali bilaterali sono determinati dal funzionamento del mercato dei cambi, nei modi che cominceremo ad esaminare in questo capitolo e che studieremo in maggior dettaglio nella terza parte di questo volume. In un mondo in cui esistano una moneta nazionale ed n valute estere si avranno $(n-1)$ tassi di cambio bilaterali. Se si vuole avere un’idea complessiva dell’andamento del tasso di cambio di una moneta, è utile far riferimento al cosiddetto *tasso di cambio nominale effettivo*, che è una media degli $(n-1)$ tassi di cambio bilaterali ponderati sulla base delle transazioni che il paese effettua con il resto del mondo.

²⁶ Nel paragrafo 5.3.3 si esaminerà in dettaglio l’evoluzione del tasso di cambio euro/dollaro.

5.3.2 *Il mercato finanziario mondiale e la determinazione dei tassi di cambio*

Il tasso di cambio dipende, come qualsiasi altro prezzo, dalla domanda e dall'offerta della merce scambiata in questo mercato, nella fattispecie valuta estera contro moneta nazionale. Domanda e offerta di valuta derivano dalle transazioni internazionali effettuate dagli operatori nazionali ed esteri. Nel paragrafo 5.2 sono state indicate le transazioni con l'estero e il modo in cui esse sono registrate nella bilancia dei pagamenti. Va aggiunto immediatamente che, come si vedrà più diffusamente più avanti, nelle condizioni che si sono sviluppate negli ultimi due decenni del ventesimo secolo, e che continuano ad operare all'inizio del ventunesimo, si è venuto a creare un unico mercato finanziario mondiale di dimensioni tali che nell'intera economia mondiale le transazioni finanziarie prevalgono ormai largamente sulle transazioni reali. E' possibile quindi affermare che, almeno nel breve periodo, i tassi di cambio sono determinati pressoché esclusivamente dalle transazioni finanziarie internazionali. Pur rinviando al prosieguo di questo volume l'analisi dettagliata della situazione che a seguito di ciò si è determinata, vale la pena, già da ora, introdurre brevemente le modalità di funzionamento del mercato finanziario mondiale e i problemi con i quali l'attuale situazione di globalizzazione finanziaria mondiale è chiamata a confrontarsi.

Ogni mercato finanziario svolge la funzione di trasferire potere d'acquisto dai detentori di ricchezza agli operatori che spendono in eccesso rispetto a quanto incassano.²⁷ I primi perseguono l'obiettivo congiunto di massimizzare i proventi dei loro investimenti finanziari indirizzandoli verso gli impieghi più remunerativi e di minimizzare il rischio di perdere la loro ricchezza a causa dell'eventuale insolvenza nella quale i secondi possono incorrere se non riusciranno a restituire i debiti contratti, ad esempio in quanto i loro progetti di investimento si riveleranno infruttuosi, magari perché troppo rischiosi²⁸. Un mercato "efficiente" permette agli investitori finanziari di ottimizzare il trade-off tra massimizzazione dei profitti e minimizzazione del rischio. Le condizioni perché il mercato finanziario sia efficiente sono tre: in primo luogo, occorre che le informazioni trasmesse da chi prende a chi fornisce prestiti siano trasparenti e complete; in secondo luogo, che il portafoglio titoli acquisito dai detentori di ricchezza sia diversificato (in modo che il rischio di eventuali riduzioni del valore dei titoli delle aziende in difficoltà sia compensato dall'aumento del valore dei titoli in ascesa); in terzo luogo, che il mercato finanziario non sia preda di shock sistemici, di situazioni, cioè, nelle quali i prezzi di tutti i titoli in esso contrattati si riducano a seguito di uno shock macroeconomico negativo, spesso consistente in una subitanea riduzione della liquidità presente sul mercato. In quest'ultimo caso si verifica una crisi finanziaria.²⁹

²⁷ I prenditori a prestito includono consumatori, investitori ed operatori pubblici.

²⁸ Ovviamente, i progetti più rischiosi sono di norma finanziati a tassi di interesse più elevati di quelli applicati ai progetti meno rischiosi.

²⁹ Nell'ambito della quale risulta, ovviamente, assai difficile che gli operatori siano in grado di formulare aspettative corrette e razionali. Rinviando l'analisi di queste situazioni ai capitoli nei quali saranno esaminati i concetti e saranno studiate le esperienze concrete delle crisi finanziarie.

La mobilità dei capitali finanziari internazionali ha come fondamento i due principi che guidano l'attività degli investitori finanziari: da un lato, la copertura del rischio di riduzione del valore capitale delle attività finanziarie possedute, che in economia aperta può derivare, oltre che dalla caduta del prezzo dei titoli esteri posseduti anche dalla caduta del tasso di cambio della moneta nella quale tali titoli sono denominati,³⁰ e, dall'altro, l'applicazione del principio di diversificazione del portafoglio titoli, al fine di minimizzare il rischio della detenzione di attività finanziarie.³¹ I principi di riduzione e di ripartizione del rischio hanno condotto, nell'ultimo quarto del secolo XX, all'estensione dei mercati finanziari dalle dimensioni nazionali alla dimensione mondiale; ripartire il rischio su un mercato mondiale assai ampio è infatti più efficiente che operare su mercati nazionali di dimensioni ovviamente molto più ridotte. Si è così costituito un mercato finanziario mondiale, il cui sviluppo ha rappresentato l'elemento costitutivo del processo di globalizzazione finanziaria che, grazie all'intensità della crescita e alle dimensioni raggiunte, ha di fatto indirizzato l'intero processo della globalizzazione economica, ad esso peraltro preesistente.

La detenzione di capitale finanziario denominato in valuta estera è sottoposta ai medesimi principi che sono alla base della scelta degli operatori finanziari tra detenere moneta o detenere attività finanziarie: il motivo delle transazioni (si detiene moneta per acquistare merci), il motivo speculativo (si detiene moneta quando si ritiene che i mercati finanziari non siano in grado di fornire rendimenti adeguati a coprire il rischio derivante dall'acquisto di titoli) e il motivo precauzionale (si detiene moneta a fronte della possibilità che si abbia bisogno di disporre di potere di acquisto per far fronte ad eventi al momento non prevedibili). La possibilità di detenere titoli finanziari esteri oltre che titoli finanziari nazionali amplia semplicemente le possibilità di scelta aperte ai possessori di ricchezza.

Nell'economia globalizzata i tre motivi che sono alla base delle scelte dei possessori di attività finanziarie sul come investirle vanno ulteriormente specificati. In primo luogo, la domanda di valuta internazionale non è espressa soltanto dai privati ma anche, e soprattutto, dalle banche centrali dei paesi che debbono garantire la convertibilità³² in valuta internazionale della propria moneta nei confronti degli operatori esteri.

³⁰ La riflessione svolta in questo volume è indirizzata principalmente allo studio del secondo aspetto, che è peculiare all'analisi di economia aperta, anche se non potrà, ovviamente, trascurare il primo, in particolare nelle occasioni in cui i due aspetti operano congiuntamente.

³¹ Si sottolinea ancora che la diversificazione del portafoglio titoli da parte degli investitori è in grado di rendere il mercato finanziario "efficiente" solo a condizione che non si verifichino shock macroeconomici sistemici.

³² Cioè, tutti i paesi le cui monete non siano accettate come valuta internazionale; nella situazione attuale praticamente tutti con l'eccezione degli Stati Uniti d'America la cui moneta è quella prevalentemente utilizzata come valuta internazionale. Come si vedrà meglio nel capitolo 8 altre monete (in particolare la sterlina inglese dalla seconda metà del XIX secolo e fino agli anni trenta del successivo) hanno svolto la funzione di valuta internazionale e non è affatto escluso che in futuro tale funzione non sarà svolta da altre monete, in sostituzione ma più probabilmente congiuntamente al dollaro statunitense, o da un paniere delle principali monete o addirittura da una moneta internazionale creata da una banca mondiale sovranazionale, per ora inesistente ma che fu già proposta da Keynes alla conferenza di Bretton Woods del 1944 e che è riapparsa di recente in alcuni piani di riorganizzazione del sistema monetario internazionale. Si rinvia al capitolo 8 per una trattazione più ampia della questione.

Poiché tale convertibilità va garantita sia per gli scambi di merci sia per gli scambi di attività finanziarie, l'ammontare di riserve ufficiali di valuta che i *policy maker* ritengono necessario detenere va commisurato ai potenziali squilibri dei conti con l'estero. Va sottolineato come negli ultimi decenni esso sia aumentato in misura estremamente rilevante a causa delle molteplici crisi valutarie che si sono verificate.³³ Di conseguenza, l'ammontare di riserve ufficiali accumulate dalle banche centrali è cresciuta in misura assolutamente abnorme: alla fine del 1995 l'ammontare di riserve ufficiali di tutti i paesi membri del FMI era pari a 1.389 miliardi di dollari; a metà del 2007 aveva ormai superato i 5.000 miliardi di dollari ed è aumentata ulteriormente durante la crisi finanziaria mondiale successiva, raggiungendo nel maggio del 2010 la quota di 8.385 miliardi di dollari, un valore superiore a 6 volte il livello di 15 anni prima e pari a circa il 15,5% del PIL mondiale. Come è stato spiegato nel paragrafo 5.2, l'aumento delle riserve ufficiali è possibile soltanto ai paesi i cui operatori riescano a vendere all'estero merci o titoli finanziari per un valore superiore al valore delle merci e dei titoli finanziari acquistati all'estero. In un paese i cui conti con l'estero siano inizialmente in equilibrio ("completo", nel senso indicato nel paragrafo 5.2) una banca centrale che desideri accumulare riserve di valuta estera ha a sua disposizione tre possibilità: (a) spingere il tasso di cambio in direzione del deprezzamento, nel tentativo di conseguire un saldo della bilancia commerciale positivo; (b) mantenere il tasso di interesse nazionale al di sopra di quello mondiale, nel tentativo di indurre entrate di capitale finanziario dall'estero; (c) ridurre la crescita dell'economia nazionale, in modo da ridimensionare gli acquisti dall'estero. L'una o l'altra di queste strategie sono state utilizzate negli ultimi anni a più riprese dai *policy maker* dei paesi che hanno incontrato difficoltà nel mantenere in equilibrio i conti con l'estero. Tutte e tre rischiano, però, di produrre distorsioni deflazionistiche, in particolare, la seconda e la terza. Come vedremo nel capitolo 4, l'insorgere di distorsioni deflazionistiche costituisce oggi il principale problema dell'economia mondiale "globalizzata".³⁴ Rimandiamo dunque a tale sede l'esame di questo problema.

Anche riguardo alla domanda di valuta internazionale da parte dei privati, vanno fatte alcune precisazioni. Il motivo delle transazioni si riferisce, ovviamente, all'esigenza di far fronte ai pagamenti in valuta; le sue dimensioni vanno quindi commisurate al volume degli scambi internazionali di merci. Riguardo al motivo speculativo la possibilità di detenere titoli finanziari esteri oltre che titoli finanziari nazionali amplia semplicemente le possibilità di scelta aperte ai possessori di ricchezza. Va co-

³³ L'anatomia delle crisi valutarie sarà esaminata in dettaglio sul piano teorico nel capitolo 7. Il ruolo svolto dalle crisi valutarie nell'evoluzione recente dell'economia internazionale e le proposte che sono attualmente in discussione per evitarle, o almeno contenerne gli effetti, saranno presentate nel capitolo 8.

³⁴ L'enorme accumulo di riserve attuato in questi anni ad opera dei *policy maker* dei paesi che volevano cautelarsi dal rischio di subire gli effetti di crisi finanziarie e valutarie e/o che volevano evitare che l'apprezzamento della propria moneta - che si sarebbe verificato come conseguenza dei rilevanti surplus attivi della bilancia dei pagamenti - impedisse loro di proseguire nell'attuazione di modelli di "crescita tirata dalle esportazioni" ha determinato la formazione di un eccesso dell'offerta aggregata mondiale rispetto alla domanda aggregata che è stato una delle cause all'origine della crisi, prima finanziaria e successivamente reale, che si è sviluppata nell'economia mondiale a partire dalla metà del 2007.

munque notato che la ripartizione della ricchezza tra moneta nazionale, valuta estera, titoli nazionali e titoli esteri sulla base dei tre motivi sopra indicati non è il frutto di tre decisioni separate ma deriva dalla valutazione congiunta dei fattori che li determinano. Per fare un solo esempio, un'impresa che operi in più paesi e che debba gestire attività e passività denominate in monete differenti dovrà decidere in quale tra esse detenere i fondi liquidi che possiede. Questi fondi saranno in parte utilizzati per le spese correnti (pagamento di salari e stipendi, acquisto di materie prime, ecc.); in tal caso la loro detenzione ricadrà sotto il motivo delle transazioni, ed essi saranno, quindi, detenuti nella moneta nella quale sono stati presi gli impegni di pagamento. Un'altra parte sarà invece utilizzata per effettuare investimenti finanziari, e sarà gestita sulla base del motivo speculativo. La decisione finale sulla valuta/e nella/e quale/i detenere questi fondi finirà, però, in molti casi per essere determinata, o almeno fortemente condizionata, dal motivo precauzionale (inteso in questo caso come difesa dal rischio di detenere le attività finanziarie in una moneta destinata a perdere valore rispetto alle altre) che viene quindi ad assumere, in economia aperta, un rilievo molto maggiore di quello che solitamente gli si attribuisce in economia chiusa.³⁵ Va comunque sottolineato che l'espansione del processo di globalizzazione ha ampliato anche la domanda di valuta internazionale da parte degli operatori privati in misura estremamente rilevante.

Come conseguenza dell'aumento della domanda di valuta internazionale sia da parte delle autorità monetarie dei paesi le cui monete non sono utilizzate come mezzo di pagamento internazionale sia da parte degli operatori coinvolti nei processi di globalizzazione il mercato finanziario mondiale ha raggiunto negli ultimi venti anni dimensioni enormi. A seguito della pressoché completa liberalizzazione degli scambi finanziari attuata dalla stragrande maggioranza dei paesi mondiali si è verificato un impressionante aumento dei debiti accesi, sia al livello internazionale sia al livello nazionale, in particolare da operatori, pubblici e privati, degli Stati Uniti d'America.³⁶ Il valore totale delle transazioni lorde in valuta estera effettuate giornalmente nel mondo ha raggiunto nel 2003 il livello di 1.900 miliardi di dollari, per poi stabilizzarsi su valori analoghi negli anni successivi; nel 2007, nonostante l'inizio della crisi finanziaria mondiale, della quale parleremo più avanti (nel capitolo 4), le transazioni giornaliere in valuta estera sono state pari mediamente a 1.750 miliardi di dollari. Se si considera che il PIL mondiale è stato nel 2007, pari a 54.312 miliardi di dollari e che il valore totale delle esportazioni mondiali è stato pari ad oltre 8.000 miliardi, il valore delle transazioni che hanno luogo nei mercati del cambio aveva a quella data raggiunto una dimensione che è circa 14 volte superiore a quella dell'intera produzione mondiale e circa 87 volte superiore all'interscambio mondiale di merci. Lo squilibrio dimensionale tra transazioni finanziarie e transazioni reali ha comportato la conseguenza che, almeno nel breve periodo, il valore dei tassi di cambio è ormai determinato pressoché esclusivamente dai movimenti internazionali dei capitali e, come si vedrà negliel capitolo 7, in definitiva dalle aspettative dei possessori di attività finanziarie.

³⁵ Si veda in proposito Mc Kinnon (1979).

³⁶ Anche in questo caso rinviamo al capitolo 8 per un'analisi più dettagliata di questi eventi e delle dimensioni degli squilibri che ne sono derivati.

Va anche considerato che ai 1.900 miliardi di dollari scambiati giornalmente sui mercati valutari si aggiungevano, a metà del 2007 (il momento di massima espansione di questo comparto del mercato finanziario mondiale) 5.700 miliardi lordi di titoli finanziari “derivati”.³⁷ Un titolo derivato è un’obbligazione emessa da un istituto finanziario per rientrare immediatamente in possesso della liquidità impegnata in una o più operazioni di prestito, ponendo i prestiti sottostanti a garanzia dell’obbligazione e vendendola sul mercato finanziario.³⁸ La sottoscrizione di titoli derivati da parte di soggetti differenti da coloro che hanno emesso gli strumenti finanziari che sono all’origine del titolo, da un lato, aumenta la liquidità disponibile, in quanto i sottoscrittori degli strumenti finanziari sottostanti possono di nuovo disporre della liquidità investita, e possono quindi impiegarla per concedere altri prestiti, e, dall’altro lato, riduce per colui che lo ha emesso il rischio derivante dalla possibilità che il titolo sottostante perda valore, trasferendolo agli operatori che sottoscrivono il titolo derivato. Per il sistema finanziario nel suo complesso il rischio, a parità di credito concesso, rimane invariato, essendo soltanto diviso tra più investitori anziché concentrato in uno solo; se però, attraverso la sottoscrizione di nuovi titoli derivati viene ampliato l’ammontare complessivo del credito fornito, il rischio complessivo aumenta in proporzione all’aumento del credito. Va anche sottolineato che il processo di trasferimento del rischio attraverso l’emissione di titoli derivati di solito non si ferma al primo passaggio ma continua, in quanto ogni titolo derivato può essere utilizzato come strumento sottostante all’emissione di altri titoli derivati, che diffondono ulteriormente il rischio tra platee sempre più numerose di investitori finanziari. Ciò implica, ovviamente, che se i prestiti originari non sono restituiti, anche le obbligazioni emesse sulla loro base diventano insolubili. La creazione di prodotti finanziari derivati³⁹ ha rappresentato la più rilevante innovazione introdotta nel mercato finanziario mondiale negli ultimi venti anni ed ha massicciamente contribuito alla crisi finanziaria mondiale che è iniziata nell’estate 2007, aumentando in misura enorme il rischio sistemico del mercato globale. Riprenderemo quindi l’analisi di questo problema nel capitolo 4, quando esamineremo tale crisi.

³⁷ Aggiungendoli ai precedenti, i rapporti tra scambi finanziari, da un lato, e produzione mondiale e commercio internazionale, dall’altro, indicati in precedenza andrebbero quindi moltiplicati per quattro, raggiungendo un valore pari a quasi 60 volte l’intero PIL mondiale. La crisi finanziaria mondiale iniziata nell’estate 2007 ha ridotto le dimensioni del mercato dei derivati (le transazioni di derivati del 2009 si situavano a circa il 75% del valore di due anni prima), ma questa tendenza si è rovesciata già nel 2010 e il mercato dei derivati sta di nuovo crescendo. Tra l’altro, il segmento delle “transazioni fuori mercato”, totalmente sottratto a qualsiasi controllo da parte delle autorità monetarie nazionali e internazionali non sembra aver subito alcuna riduzione e costituisce la parte nettamente più consistente del mercato (coprendone oltre il 70%).

³⁸ Il suo valore e, soprattutto, la sua solvibilità dipendono quindi dal valore e dalla solvibilità dei prestiti sottostanti.

³⁹ L’ammontare lordo dei contratti “derivati” è cresciuto da 95.000 miliardi di dollari (giugno 1998) a 600.000 miliardi (pari a più di 12 volte il valore del PIL mondiale) nel dicembre 2007.

⁴⁰ Per innovazione finanziaria si intende qualsiasi modifica delle modalità operative del mercato finanziario che permetta alle istituzioni e alle imprese in esso operanti di ampliare le dimensioni delle operazioni svolte senza dover dipendere dalle politiche di creazione di moneta delle autorità monetarie, nazionali e/o internazionali.

A seguito degli sviluppi or ora descritti, si può dire che di fatto oggi non esistono, se non in misura marginale, dei mercati finanziari nazionali; esiste, piuttosto, un unico mercato finanziario di dimensioni mondiali, caratterizzato, tutt'al più, da segmentazioni nazionali di scarsa rilevanza. Di conseguenza, i tassi di interesse che si determinano nei vari segmenti nazionali sono strettamente collegati: se gli operatori ritengono che i tassi di cambio non varieranno in futuro, i tassi di interesse dei singoli paesi tendono ad allinearsi su un unico valore, il tasso di interesse mondiale. Se, invece, insorgono tra gli operatori aspettative di deprezzamento dell'una moneta rispetto ad altre, la potenziale perdita di potere d'acquisto derivante dalla svalutazione attesa sarà considerata dagli operatori finanziari mondiali come una possibile perdita in conto capitale sui titoli denominati nella moneta in procinto di deprezzarsi, che potrebbe ridurre i proventi attesi dagli investimenti finanziari indirizzati verso di essi.

La condizione di equilibrio sul mercato finanziario mondiale che riassume queste considerazioni è la *condizione di parità dei tassi di interesse* (che presentiamo per ora in forma intuitiva e che esamineremo in modo dettagliato nel paragrafo 7.1):

$$i_{nazionale} = i_{mondiale} + \text{Deprezzamento atteso della moneta nazionale} \quad (7.1.1a)^{41}$$

Essa sintetizza le indicazioni sul modo in cui si svolge l'arbitraggio tra titoli finanziari denominati in monete differenti.

Nelle situazioni in cui gli operatori non si attendono variazioni rilevanti del tasso di cambio (si configuri, ad esempio, una situazione in cui sia in vigore un regime di cambi fissi e non si stiano verificando, né siano paventate, né crisi finanziarie internazionali né crisi valutarie⁴²) le aspettative incidono sulle parità dei tassi di interesse solo marginalmente, se non addirittura per nulla. La situazione cambia radicalmente nelle fasi in cui il mercato finanziario internazionale deve fronteggiare periodi di turbolenza dominati dall'incertezza riguardo ai valori dei titoli in esso scambiati. Periodi di questo genere sono caratterizzati dall'insorgere di "bolle speculative". Si definisce bolla speculativa la crescita del prezzo di una qualsiasi attività finanziaria che lo porta ad eccedere il valore reale dei beni che tale titolo rappresenta. Ciò avviene quando un numero rilevante di speculatori prende a scommettere sulla continuazione, almeno temporanea, di un iniziale aumento del prezzo, confidando di ottenere da questa tendenza profitti speculativi vendendo il titolo prima che la bolla esploda, prima, cioè, che il prezzo dell'attività finanziaria sia brutalmente riportato al valore reale dei beni che rappresenta. Va subito sottolineato che una bolla speculativa può formarsi e ingigantirsi anche nel caso in cui gli operatori finanziari siano in grado di prevedere correttamente quale è

⁴¹ La numerazione si riferisce alla sezione nella quale il problema sarà esaminato in termini analitici, il paragrafo 7.1, al quale di rimanda per l'analisi della derivazione e del significato economico della formula.

⁴² Come si è già detto, i concetti di crisi finanziaria mondiale e di crisi valutaria saranno approfonditi più avanti. Per ora ci limitiamo a sottolineare come ogni crisi finanziaria tragga origine da una bolla speculativa (anche questo concetto è definito in questo capitolo in forma introduttiva e sarà approfondito più avanti) e ad indicare come crisi valutaria qualsiasi riduzione cumulativa del tasso di cambio di una qualsiasi moneta nazionale, rinviando a più avanti l'analisi delle cause e degli effetti di tali crisi.

il valore reale delle attività finanziarie sottostanti (si parla in tal caso di aspettative “razionali”) ma semplicemente non conoscano il momento in cui la bolla scoppierà. In tal caso essi continuano spesso a tenere nel loro portafoglio, o addirittura continuano talvolta ad acquistare, titoli il cui valore va progressivamente gonfiandosi, grazie proprio alla crescente domanda che gli speculatori formulano, contando sul fatto di essere in grado di disfarsi dei titoli prima che sopraggiunga la caduta del prezzo.⁴³ Per converso, nel momento in cui gli operatori finanziari riterranno che il valore dell’attività finanziaria ha toccato il massimo, inizierà una altrettanto precipitosa serie di vendite che ne farà crollare il prezzo.⁴⁴ In mercati finanziari dotati di elevata liquidità il formarsi di bolle speculative diventa un fenomeno endemico, normale conseguenza delle attività speculative volte alla massimizzazione del rendimento dei fondi liquidi disponibili.⁴⁵

La formula (7.1.1a) vale sia nel caso in cui i venditori finanziari si coprano dal rischio di cambio attraverso adeguate operazioni di arbitraggio (acquisto a pronti della valuta estera che l’investitore ritiene debba rivalutarsi contro vendita a termine della medesima valuta; si parla in tal caso di parità dei tassi di interesse “coperta”) sia nel caso in cui gli speculatori affrontino personalmente il rischio di cambio – nell’esempio di cui sopra acquistando immediatamente titoli denominati nella valuta che ritengono debba rivalutarsi per poi rivenderli una volta che la rivalutazione abbia avuto luogo – risparmiando il costo della copertura del rischio (si parla in tal caso di parità dei tassi “scoperta”). Va sottolineato che, mentre per il singolo speculatore le due situazioni hanno rischiosità ben differenziate, per l’intera economia esse si equivalgono: nel primo caso il rischio di cambio è sostenuto da chi offre la “copertura” (solitamente un intermediario finanziario, che richiede un premio assicurativo per assumerlo) nel secondo dai singoli investitori finanziari; in nessun caso esso è annullato.

Va anche sottolineato che la condizione di parità dei tassi di interesse nella realtà non è di norma soddisfatta – in particolare, ma non solo, nei periodi caratterizzati da mercati finanziari turbolenti – anche se rappresenta un utile punto di partenza per la riflessione teorica. I motivi di ciò sono molteplici: in primo luogo perché il costo di acquisire le informazioni rilevanti per rendere “razionale” la speculazione è spesso molto elevato rispetto ai guadagni che ne deriverebbero;⁴⁶ in secondo luogo perché, anche come conseguenza della considerazione precedente, molti operatori finanziari adottano

⁴³ L’aumento di domanda derivante da questo comportamento è appunto il fattore che gonfia i prezzi e determina il perdurare della bolla.

⁴⁴ Nel capitolo 7 sarà presentato un modello formale che descrive il funzionamento della bolla anche presenza di aspettative razionali.

⁴⁵ Di solito ottenuti prendendo a prestito, il che rafforza, come vedremo, la tendenza alla formazione di bolle speculative.

⁴⁶ De Grauwe (dapprima in un saggio del 1983 e successivamente in numerosi altri contributi, spesso scritti in collaborazione con altri autori) ha dimostrato che per gli operatori che investono cifre non particolarmente elevate e in presenza di variazioni dei tassi di cambio anch’esse non particolarmente elevate, non è conveniente agli investitori sostenere il costo, spesso rilevante, di acquisire tutte le informazioni necessarie per formulare aspettative razionali. Tali investitori adotteranno probabilmente comportamenti che prevedono la continuazione delle tendenze in corso, rafforzando così la tendenza alla formazione di bolle speculative, salvo modificarli non appena si rendono conto che il trend sta cambiando o, più spesso, è già cambiato. Egli definisce questo comportamento come “quasi-razionale”.

comportamenti imitativi delle scelte attuate dagli operatori di maggiori successo⁴⁷ o, infine, più semplicemente, perché gli operatori non sono in grado di esprimere aspettative autenticamente “razionali”.⁴⁸

Dalla, sia pur breve e puramente introduttiva, descrizione del modo di operare del mercato finanziario mondiale qui svolta, emergono due questioni: (a) quali conseguenze il funzionamento del mercato finanziario mondiale produce riguardo alla determinazione dei tassi di cambio? (b) E’ possibile stabilizzare il mercato finanziario mondiale in maniera analoga a come le autorità monetarie nazionali stabilizzano i mercati finanziari nazionali in economie chiuse agli scambi con l’estero? E, se sì, quale è l’istituzione più adatta a farlo, e come?

Rinviamo ai capitoli successivi l’analisi di queste questioni,⁴⁹ limitandoci, per ora, a presentare brevemente, nel prossimo paragrafo, i principali fatti stilizzati relativi alla recente dinamica del tasso di cambio tra le monete delle due aree economiche di maggiori dimensioni (Stati Uniti e Unione Monetaria Europea) a mo’ di introduzione alle tematiche che saranno affrontate successivamente.

5.3.3 Aspettative degli operatori finanziari e dinamiche dei tassi di cambio

Nella figura 1.3 è riportato l’andamento del tasso di cambio nominale euro/dollaro (quantità di dollari scambiati contro euro sul mercato dei cambi) nel periodo gennaio 1999 (data di nascita dell’euro) - novembre 2011.

⁴⁷ Soros (probabilmente il più famoso tra gli operatori finanziari e uno dei primi gestori di un hedge fund di grande successo) indica nell’imitazione il comportamento abitualmente adottato dagli operatori dei mercati finanziari internazionali e sottolinea che in tali casi eventuali squilibri possono protrarsi e ampliarsi nel tempo, arrivando ad influenzare, attraverso la “riflessività delle aspettative”, i “fondamentali” del mercato e, per questa via, a modificarne gli equilibri (Soros, 1998). Come vedremo nell’ultimo capitolo di questo libro (l’ottavo), negli anni trenta John Maynard Keynes, il più grande economista del secolo scorso, sottolineava come la diffusione di comportamenti imitativi fosse alla base dell’inefficienza allora mostrata dai mercati finanziari.

⁴⁸ In tutti e tre i casi descritti il mercato finanziario internazionale, anche in assenza di bolle speculative, sarà sistematicamente preda di tendenze “volatili” (movimenti erratici dei tassi di cambio derivanti da reazioni eccessive degli investitori rispetto alle cause sottostanti, causate dai comportamenti imitativi adottati da una gran parte degli operatori finanziari e subito corretti non appena costoro si rendono conto di essere in errore).

⁴⁹ La prima di esse costituirà il tema principale del capitolo 7. La seconda è uno degli elementi in discussione nelle proposte di modifica del sistema finanziario internazionale e sarà pertanto affrontata nell’ultimo capitolo, l’ottavo.

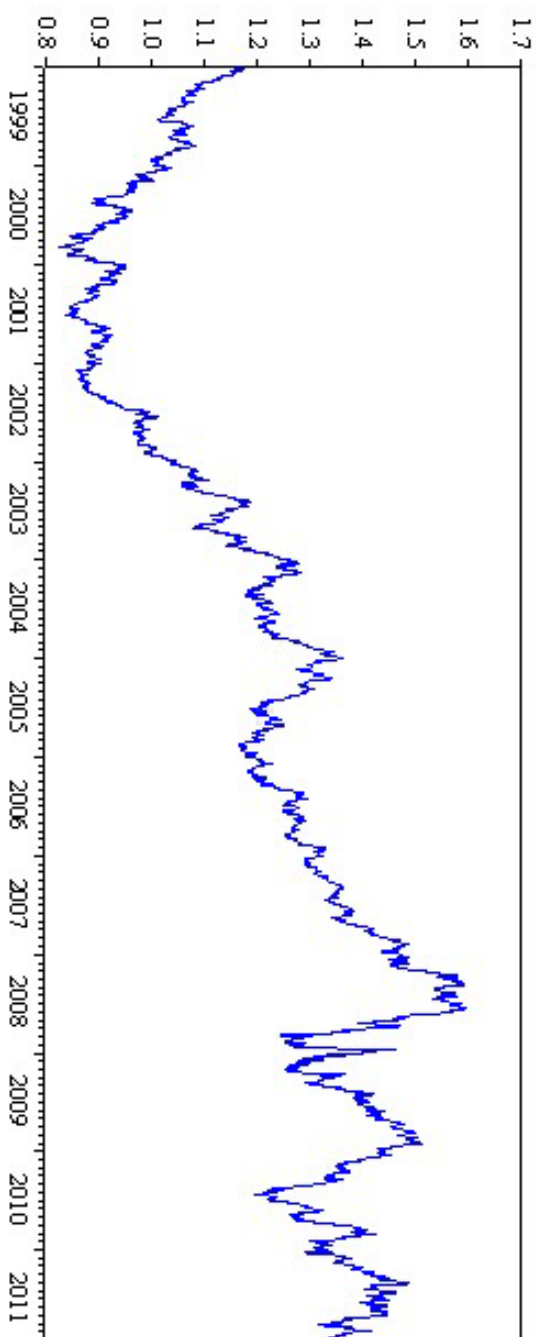


Figura 1.3 - Tasso di cambio euro-dollaro: 2/1/1999 – 8/12/2011

Al di là del rilievo assunto da questo specifico tasso di cambio, che misura il prezzo relativo delle due monete più importanti del mondo, l'analisi della sua evoluzione è interessante in quanto presenta in forma paradigmatica le principali caratteristiche che nella più recente fase storica hanno qualificato l'evoluzione dei tassi di cambio.

Nell'andamento del tasso di cambio euro/dollaro è infatti possibile distinguere:

- (a) una dinamica di brevissimo periodo estremamente variabile, nel senso che il valore del tasso di cambio, pur seguendo dinamiche di medio e di lungo periodo abbastanza definite, segue nel brevissimo periodo (settimana per settimana, giorno per giorno, a volte addirittura ora per ora⁵⁰) andamenti erratici caratterizzati da variazioni rilevanti che si correggono rapidamente (questa caratteristica è di solito indicata come "volatilità" dei mercati finanziari in generale e dei mercati dei cambi in particolare). Alla base della volatilità, caratteristica che il mercato dei cambi condivide con gli altri mercati finanziari, anche se quest'ultima è in esso più marcata che altrove, c'è fondamentalmente l'altalenante mutare delle aspettative, già evidenziato nel paragrafo precedente e della quale sarà fornita una esposizione formale nel settimo capitolo (paragrafo 7.1).
- (b) Una dinamica di medio periodo, caratterizzata dalla prosecuzione delle tendenze in corso che si spingono ben al di là di quello che sarà l'esito finale. Nel caso del cambio euro/dollaro, dopo una partenza dal livello di 1,1675 dollari per euro il primo gennaio 1999, l'euro si deprezzò sino a toccare il minimo storico di 0,8252 dollari il 26 ottobre 2000, per poi risalire regolarmente, nell'arco dei quattro anni successivi, raggiungendo un picco di 1,3666 il 29 dicembre 2004, scendendo successivamente sino al valore di 1,1930 il 6 luglio 2005 e rimanendo poi per circa un anno intorno a tale valore, praticamente analogo a quello di partenza. Tenendo conto che il livello di avvio della nuova moneta era stato pensato dai gestori della politica monetaria europea dover essere tale da dar luogo ad un livello di tasso di cambio reale competitivo negli scambi tra l'Europa e gli Stati Uniti e tenendo anche conto del fatto che la dinamica dell'inflazione nelle due aree economiche è stata sostanzialmente analoga, il risultato finale è pienamente comprensibile, mentre il modo in cui esso è stato raggiunto (attraverso un eccessivo deprezzamento iniziale successivamente rovesciato da una tendenza opposta) rimane un problema da spiegare. Si potrebbe, ad esempio, ipotizzare che il deprezzamento dell'euro nella prima fase della sua esistenza sia stato provocato dai diversi trend seguiti dalle politiche monetarie della Federal Reserve degli Stati Uniti rispetto alle politiche della Banca Centrale Europea,⁵¹ oppure dal mancato rinnovo da parte dei gestori di fondi

⁵⁰ Nel grafico sono riportati dati medi giornalieri. La variabilità relativa a periodi inferiori al giorno è quindi esclusa.

⁵¹ La politica monetaria statunitense nei due anni 1999 e 2000 fu assai più restrittiva di quella europea: la differenza tra i tassi di sconto praticati negli Stati Uniti e quelli praticati in Europa fu mediamente pari a 1,75 punti percentuali: il tasso di sconto negli Stati Uniti passò, infatti, dall'iniziale 4,75% di inizio 1999 al 6,50% della seconda metà del 2000 contro il 3% del tasso di sconto europeo di inizio 1999, addirittura diminuito a 2,50% nella seconda metà dell'anno (contro il 5% del tasso statunitense) per poi tornare al 4,75% alla fine del 2000. A metà del 2001 e fino a metà del 2004 il rapporto tra i tassi di sconto americano ed europeo si rovesciò: il tasso praticato dalla Federal Reserve alle banche statunitensi decrebbe fino a toccare l'1% a partire dal giugno 2003 e fino a giugno 2004 mentre quello europeo, pur decrescendo, non calò mai al

finanziari internazionali, incluse le banche centrali di molti paesi, di una cospicua quota di titoli pubblici tedeschi, che erano ampiamente presenti nelle riserve delle banche centrali di tutto il mondo fintanto che erano denominati in marchi e che non furono inizialmente rinnovati quando questi titoli cominciarono ad essere denominati in euro. Il deprezzamento è stato poi rafforzato dall'azione degli investitori finanziari privati che hanno esaltato la tendenza in atto, determinando una bolla speculativa verso il deprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro che si è invertita soltanto dopo parecchi mesi. Le teorie che hanno studiato la determinazione del tasso di cambio hanno cercato di spiegare questa particolare dinamica dei tassi. Le più importanti tra di esse saranno passate in rassegna nel capitolo 7. In particolare, saranno studiati i modelli che esaminano il modo in cui le aspettative influenzano il mercato dei cambi e il modo in cui si sviluppano e si mantengono nel tempo le bolle speculative sui tassi di cambio.

- (c) Come si vedrà meglio nel settimo capitolo (paragrafo 7.2), la dinamica dei tassi di cambio dovrebbe essere anche influenzata da tendenze di lungo periodo, che riflettono la dinamica del tasso di cambio effettivo indotta da dinamiche dell'inflazione, della produttività e della competitività differenti tra i paesi il cui tasso di cambio si sta esaminando. I cambiamenti dei tassi di cambio dovrebbero, infatti, ripristinare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti secondo le linee che saranno lì esaminate sul piano dell'analisi teorica. Di solito però tali riaggiustamenti si manifestano con ritardi e oscillazioni che rendono difficile individuarli con chiarezza e sono spesso ostacolati dalle misure adottate dai *policy maker*, in particolare da quelli che basano le strategie di crescita delle loro economie sull'aumento delle vendite all'estero. Pertanto il riaggiustamento di lungo periodo dell'equilibrio con l'estero ha luogo di norma lentamente - ragion per cui è assai facile che le condizioni sottostanti e le politiche economiche dell'uno, dell'altro o di entrambi i paesi cambino nel corso di esso ed il valore di equilibrio di lungo periodo del tasso di cambio ne sia continuamente modificato, e l'effetto di tali variazioni non appaia a volte affatto evidente. Ad esempio, rimanendo all'interno del nostro esempio basato sull'andamento del tasso di cambio euro-dollaro, una tendenza di lungo periodo sembrava essersi avviata a partire dalla metà del 2006, quando il cambio ha ripreso a salire, dapprima lentamente - toccando comunque un nuovo massimo di 1,383 il 21 luglio 2007 - e poi sempre più decisamente nei mesi seguenti, a seguito dell'effetto congiunto della pesante situazione debitoria internazionale e delle difficoltà incontrate dai mercati immobiliare e finanziario degli Stati Uniti che hanno dato inizio alla crisi finanziaria mondiale iniziata a metà del 2007, superando quota 1,40 il 20 settembre 2007, quota 1,50 il 27 febbraio 2008 e toccando la quota massima di 1,601 il 22 aprile 2008.⁵² Tenendo conto del fatto che nell'ultimo quinquennio gli Stati Uniti

disotto del 2%, livello che mantenne da giugno 2003 a novembre 2005. Successivamente, il tasso di sconto degli Stati Uniti crebbe di nuovo, superando quello europeo nell'ottobre del 2004 e rimanendone al disopra fino a novembre 2007. Le differenze tra i tassi di sconto delle due aree economiche, statunitense ed europea, è quindi sicuramente uno dei fattori che spiega l'andamento del tasso di cambio dollaro/euro nel periodo.

⁵² Anche l'apprezzamento dell'euro che si è realizzato tra settembre 2007 e aprile 2008 potrebbe peraltro essere stato determinato, o almeno rafforzato, dal fatto che a partire da gennaio 2008 il tasso di sconto ufficiale dell'Unione Europea ha superato nettamente quello statunitense, che la

hanno accumulato un debito nei confronti del resto del mondo di dimensioni gigantesche, sembrava possibile ipotizzare che il deprezzamento del dollaro rappresentasse l'inizio dell'aggiustamento necessario affinché il sistema monetario internazionale potesse ritrovare l'equilibrio perduto in questo periodo. A favore di questa interpretazione giocava anche il fatto che tra il 2006 e il 2008 le monete dei paesi che presentano i maggiori attivi commerciali, in particolare lo yuan-renminbi cinese e lo yen giapponese, avevano cominciato ad apprezzarsi nei confronti del dollaro. Tuttavia, il riaggiustamento di yen e yuan è stato estremamente limitato e non è riuscito assolutamente a riportare in equilibrio le rispettive bilance dei pagamenti,⁵³ mentre, a partire dall'ultimo trimestre 2009 il tasso di cambio euro/dollaro si è deprezzato,⁵⁴ probabilmente in quanto il dollaro statunitense ha ripreso il ruolo di moneta-rifugio che gli è stato sinora assicurato dall'essere gli Stati Uniti l'economia più grande e più produttiva del mondo e dal mantenimento da parte del dollaro del ruolo di valuta internazionale. Nello stesso periodo le autorità monetarie cinesi hanno frenato l'apprezzamento della yuan rispetto al dollaro, facendolo di fatto deprezzare nei confronti dell'euro, per non perdere il sostegno che alla loro economia era assicurato dall'avanzo commerciale che il paese riusciva a ottenere grazie ad un interscambio favorevole con gli Stati Uniti.⁵⁵

banca centrale degli Stati Uniti ha cominciato a ridurre sistematicamente da settembre 2007, portandolo dal 4,75% al 2% a fine aprile 2008 e addirittura allo 0,25% (con possibilità di applicare lo 0% su particolari operazioni di rifinanziamento del sistema bancario) il 16 dicembre 2008 (per scongiurare gli effetti depressivi della crisi finanziaria che abbiamo richiamato nel precedente paragrafo e della quale parleremo più diffusamente nel capitolo 8), laddove la banca centrale europea, preoccupata, forse eccessivamente, dal principio di inflazione che stava facendo seguito ai ripetuti aumenti del prezzo del petrolio e di altre materie prime e generi alimentari commerciati internazionalmente tra il 2007 e la prima metà del 2008, ha inizialmente aumentato, sia pure di pochissimo, il tasso di interesse il 3 luglio 2008 portandolo dal 4% che era in vigore da giugno 2007 al 4,25%. Successivamente, con l'aggravarsi della crisi finanziaria la banca centrale europea ha cominciato a ridurlo, a partire dall'8 ottobre 2008, portandolo, con successivi ritocchi, all'1,00% a partire dal 2 aprile 2009 ed il cambio euro-dollaro ha ripreso dapprima ad oscillare su valori mediamente compresi tra 1,40% e 1,50% (anche se con brusche cadute che lo riportavano per brevi periodi a livelli vicini all'1,30%) sino a settembre 2009, per poi cadere di botto sul finire del 2009 e nella prima metà del 2010.

⁵³ Complessivamente, tra dicembre 2006 e marzo 2009 lo yuan si rivalutò nei confronti del dollaro di circa il 23%. Lo yen, a sua volta, nel 2008 si è apprezzato nei confronti del dollaro del 18,5%. Successivamente il riaggiustamento delle due monete asiatiche si è ridimensionato, a causa delle politiche monetarie attuate, in particolare in Cina. Riprenderemo l'analisi di questi problemi nel capitolo 8.

⁵⁴ Scendendo al di sotto del valore di 1,20 dollari a partire dal 4 giugno 2010 (quando toccò 1,1956 dollari, facendo segnare una caduta di circa il 20% rispetto alla fine dell'anno precedente e di circa il 25% rispetto al massimo dell'aprile 2008), per poi risalire e riprendere a oscillare tra 1,30 e 1,40 dollari nell'ultima parte del 2010 e superare di nuovo quota 1,40 nell'estate del 2011, dopo l'aumento del tasso di interesse europeo dall'1% all'1,25 in aprile e all'1,50% a maggio 2011 quando fu avviata in Europa una *exit strategy* (strategia di uscita dalla recessione, con una ripresa della politica monetaria attenta a non produrre effetti inflazionistici) che si rivelò prematura e che fu rovesciata dalla riduzione del tasso di interesse, dapprima all'1,25% il 7 luglio 2011 e successivamente all'1% l'8 dicembre, che produsse la riduzione del tasso di cambio euro/dollaro intorno all'1,30 sul finire dell'anno.

⁵⁵ Come si vedrà nella quarta parte, questa strategia dei *policy maker* cinesi tesa ad assicurare al loro paese un sistematico attivo commerciale a sostegno della crescita economica rischia

Da questa descrizione, per ora introduttiva, dell'argomento, che sarà ripresa e approfondita nel prosieguo del libro, è già possibile individuare i fattori che incidono sulla dinamica dei tassi di cambio. Possiamo elencarne almeno quattro gruppi principali, indicando i capitoli nei quali ognuno di essi sarà esaminato in maniera più dettagliata:

- il rapporto tra i tassi di interesse (secondo la condizione della parità dei tassi di interesse, che riasamineremo nel paragrafo 7.1).
- Le aspettative sul futuro andamento dei tassi di cambio (che possono essere "razionali" o meno, ma anche nel caso siano razionali, possono dar luogo a "bolle speculative" e ai fenomeni di *overshooting* dei quali parleremo nel paragrafo 7.1) e, in particolare in presenza di crisi finanziarie e valutarie, sulla solvibilità dei soggetti, privati e pubblici, indebitati nei confronti dell'estero (questo argomento sarà ripreso nel paragrafo 7.3).
- Il livello di competitività internazionale dei singoli paesi (influenzato principalmente dai differenziali della produttività e dei prezzi tra i singoli paesi e dall'andamento dei gusti dei consumatori sui mercati mondiali, come vedremo più in dettaglio nel paragrafo 7.2).
- Le scelte delle autorità monetarie nazionali riguardo all'ammontare e alla composizione delle riserve di valuta internazionale (che sarà esaminata in maggiore dettaglio nel capitolo 8, studiando l'evoluzione recente e i problemi attuali del sistema monetario internazionale).
- Il ruolo di valuta-rifugio spesso assunto dalla valuta-chiave del sistema monetario internazionale nelle fasi nelle quali domina l'incertezza riguardo al futuro delle relazioni monetarie internazionali, che spinge gli operatori a concentrare su tale valuta la detenzione della propria ricchezza come forma di precauzione rispetto all'incertezza riguardo al futuro. Negli anni della globalizzazione finanziaria e in particolare nella recente crisi finanziaria mondiale questo ruolo è stato svolto dal dollaro statunitense, le cui quotazioni sono regolarmente aumentate ogniqualvolta il mercato finanziario mondiale è finito in preda all'incertezza riguardo al futuro.

Nel prosieguo di questo studio, in particolare nel capitolo 3, si esaminerà il modo in cui ognuno di questi fattori incide nella determinazione dei tassi di cambio. Si noterà anche che quale tra essi prevalga e come essi interagiscano in ogni particolare periodo⁵⁶ risulta evidente soltanto attraverso l'analisi storica dei contesti e delle fasi concrete dell'evoluzione del sistema monetario internazionale. Le considerazioni qui anticipate sono quindi da considerarsi soltanto come una introduzione al tema della determinazione e degli effetti della dinamica del tasso di cambio, che costituisce uno degli aspetti centrali di questo studio.

nell'attuale fase di stagnazione economica di condurre a una pericolosa involuzione in senso protezionista dell'economia mondiale.

⁵⁶ E' peraltro probabile che quando queste forze agiscono congiuntamente, e, in particolare, quando spingono in direzioni diverse, la variabilità dei tassi di cambio diventi estremamente elevata.

5.4 Tassi di cambio reali e bilancia commerciale

I tassi di cambio nominali bilaterali sono i prezzi che si determinano nel mercato dei cambi. Come è già stato anticipato nel paragrafo 5.3, e come sarà spiegato più diffusamente nel capitolo 7, essi sono principalmente determinati dalle transazioni finanziarie internazionali. Gli effetti più rilevanti che i tassi di cambio nominali producono sulle economie nazionali sono però di natura reale. Al fine di valutare l'impatto che l'andamento del cambio ha sull'economia nazionale, è utile far ricorso al concetto di *tasso di cambio reale*, che indicheremo con la lettera greca ε : esso misura il rapporto tra i prezzi nazionali e i prezzi di una particolare paese estero (si parla in questo caso di *tasso di cambio reale bilaterale*) o dell'insieme dei paesi che scambiano merci con il paese in questione (si parla allora di *tasso di cambio reale effettivo*). Due aspetti vanno subito sottolineati: (a) i prezzi posti a confronto debbono essere espressi nella medesima moneta; (b) il tasso di cambio reale serve a misurare la competitività internazionale dell'economia nazionale sul mercato mondiale.

Ad esempio, il *tasso di cambio reale bilaterale* dell'Italia nei confronti degli Stati Uniti corrisponde alla formulazione seguente:

$$\varepsilon_{IT/SU} = (P_{IT} \cdot E_{\text{Euro/Dollaro}})/P_{SU} \quad (5.4.1)$$

dove P_{IT} e P_{SU} sono gli indici dei prezzi dei beni scambiati sul mercato mondiale rispettivamente dall'Italia e dagli Stati Uniti; $E_{\text{Euro/Dollaro}}$ è il tasso di cambio nominale tra euro e dollaro, il quale, essendo quotato certo per incerto, indica la quantità di dollari che corrisponde ad un euro. Il tasso di cambio reale effettivo indica quindi il rapporto tra i prezzi in dollari delle merci italiane esportate negli Stati Uniti e i prezzi in dollari delle merci statunitensi esportate in Italia.

Il *tasso di cambio reale effettivo* dell'Italia nei confronti del resto del mondo è sintetizzato dalla formula:

$$\varepsilon = \sum_{j=1}^n [(P_{IT} \cdot (E_{\text{Euro/Valute estere}})_j)]/P_{\text{Rdm}}^j \quad (5.4.2)$$

dove P_{IT} e P_{Rdm}^j sono gli indici dei prezzi dei beni scambiati sul mercato mondiale rispettivamente dall'Italia e da tutti gli n paesi che commerciano con l'Italia,⁵⁷ quest'ultimo ponderato sulla base della quantità di merci che ognuno di essi scambia con l'Italia; $\sum_{j=1}^n (E_{\text{Euro/Valute estere}})_j$ è il tasso di cambio nominale effettivo tra l'euro, moneta italiana, e le valute estere degli n paesi che commerciano con l'Italia, ponderate in modo analogo all'indice dei prezzi ad esse relativo; anche in questo caso i cambi sono quotati certo per incerto.

Il tasso di cambio reale misura il rapporto tra prezzi nazionali e prezzi esteri, entrambi espressi nella medesima moneta. Va sottolineato che, a differenza del tasso di cambio nominale, che è un prezzo che si determina nel mercato dei cambi, il tasso di

⁵⁷ In realtà si dovrebbe tenere conto di tutti i paesi con i quali l'Italia potrebbe commerciare e di tutte le merci che potrebbero essere scambiate. In tal caso, però, i coefficienti riportati nella formula con l'indicazione Rdm non avrebbero alcun corrispettivo empirico e potrebbero essere solo stimati al prezzo di ipotesi comunque discutibili.

cambio reale non si determina in alcun mercato ma è semplicemente un indice che misura la competitività delle merci nazionali rispetto alle merci estere e che è calcolato sulla base dei fattori che lo compongono.

Un aumento del tasso di cambio reale significa che i prezzi delle merci nazionali espressi in valuta estera sono cresciuti rispetto ai prezzi esteri espressi nella medesima valuta. Questo risultato può essere dovuto sia ad un aumento dei prezzi nazionali sia ad un aumento della quantità di valuta estera necessaria per acquistare una unità della moneta nazionale (che corrisponde ad un apprezzamento di quest'ultima) sia, infine, a una riduzione dei prezzi esteri.⁵⁸ In tutti e tre i casi indicati la competitività delle merci nazionali rispetto a quelle estere si riduce, ciò aumenta la convenienza dei compratori italiani ad acquistare merci estere piuttosto che merci nazionali e riduce la convenienza degli operatori stranieri ad acquistare merci nazionali. Per converso, una riduzione del tasso di cambio reale effettivo riduce la convenienza dei compratori italiani ad acquistare merci estere ed aumenta la convenienza degli operatori stranieri ad acquistare merci nazionali.

L'andamento del tasso di cambio reale determina variazioni dei flussi commerciali da e verso l'estero. Una questione cruciale è in quali situazioni il deprezzamento del tasso di cambio reale⁵⁹ riesce a migliorare il saldo della bilancia commerciale con l'estero, e quindi può essere utilizzato come strumento atto a ripristinare l'equilibrio esterno quando esso non si verifichi. L'equilibrio esterno, indicato dalla formula 5.4.3, si ha quando il valore delle importazioni (la cui quantità dipende, con segno positivo, dal tasso di cambio reale e il cui valore in questo caso è espresso in valuta estera) eguaglia il valore delle esportazioni (la cui quantità dipende, con segno negativo, dal medesimo tasso di cambio reale e il cui valore, nel nostro esempio riferito all'Italia, è tradotto in dollari moltiplicandolo per il tasso di cambio nominale):

$$X(\varepsilon) \cdot E = \text{IMP}(\varepsilon) \quad (5.4.3)$$

Si ipotizzi ora una situazione di partenza nella quale il valore delle esportazioni eguaglia il valore delle importazioni⁶⁰ e si esaminino gli effetti di un deprezzamento della moneta nazionale (euro) nei confronti della valuta estera (dollaro), poniamo dell'1%. A parità di merci scambiate si avrebbe una caduta del valore delle esportazioni pari all'1%, equivalente ad un peggioramento dello squilibrio esterno delle stesse dimen-

⁵⁸ Che, nelle condizioni concrete dell'attuale globalizzazione, potrebbe essere originata anche dall'entrata sul mercato mondiale di paesi i cui fattori produttivi hanno prezzi inferiori a quelli dei precedenti competitori e che iniziano a produrre beni che prima non fabbricavano.

⁵⁹ Consistente, nel caso dell'euro, cioè di un cambio espresso in termini "certo per incerto", nella sua riduzione (ad indicare che occorre una minore quantità di valuta estera, ad esempio dollari, per acquistare una unità della moneta nazionale, euro) la quale rende le merci nazionali più convenienti (meno costose) rispetto a quelle estere. Nel caso di un cambio espresso in termini "incerto per certo", come era per la lira prima che l'Italia entrasse a far parte dell'Unione Monetaria Europea, il deprezzamento consisteva nell'aumento della quantità di moneta nazionale necessaria per acquistare una unità di valuta estera.

⁶⁰ Qualsiasi altra ipotesi renderebbe il calcolo assai più complicato, senza che a ciò corrisponda un reale vantaggio sul terreno dell'analisi.

sioni. La quantità di merci scambiate non rimane però invariata: il deprezzamento fa aumentare le esportazioni e fa ridurre le importazioni; entrambi questi effetti (che chiameremo “reali”, per distinguerli dall’aumento, “nominale”, del costo delle importazioni, che, di per sé, riduce il saldo della bilancia commerciale) migliorano la situazione della bilancia commerciale. L’effetto complessivo del deprezzamento della moneta sulla bilancia dei pagamenti⁶¹ dipenderà quindi dal fatto che gli effetti reali prevalgano, o meno, sull’effetto nominale. L’aver ipotizzato l’uguaglianza di importazioni ed esportazioni e un deprezzamento pari all’1% semplifica il calcolo, in quanto l’effetto nominale sarà comunque pari all’1% del valore, comune, di importazioni ed esportazioni.

I due effetti reali sono misurati dalle elasticità delle importazioni e delle esportazioni rispetto alla variazione del tasso di cambio reale. Quanto più questi sono elevati, tanto maggiore sarà il riaggiustamento dell’equilibrio esterno indotto dal deprezzamento. Indichiamo le due elasticità con le espressioni: $\Delta X/X/\Delta \epsilon/\epsilon$ ⁶² (elasticità delle esportazioni rispetto al tasso di cambio reale, corrispondente alla variazione percentuale della quantità di esportazioni attivata da un deprezzamento (espressione utilizzata nel caso ci si trovi in condizioni di cambi flessibili) o da una svalutazione (espressione utilizzata nel caso in cui ci si trovi in condizioni di cambi fissi), che in questo esempio si ipotizza dell’1%) e $\Delta IMP/IMP/\Delta \epsilon/\epsilon$ ⁶³ (elasticità delle importazioni rispetto al tasso di cambio reale, variazione percentuale della quantità di importazioni determinata da un deprezzamento o da una svalutazione, anch’esso ipotizzato essere uguale all’1%). Se la somma di queste due elasticità, entrambe espresse in valore assoluto,⁶⁴ eccede il valore 1 il deprezzamento del tasso di cambio migliora la situazione dell’equilibrio esterno (per cui un adeguato ammontare di deprezzamento può ripristinare l’equilibrio esterno); in caso contrario il ricorso al deprezzamento del cambio non è in grado di ripristinare l’equilibrio; anzi, tende a peggiorarlo:

$$|\Delta X/X/\Delta \epsilon/\epsilon| + |\Delta IMP/IMP/\Delta \epsilon/\epsilon| > 1 \quad (5.4.4)$$

⁶¹ Sarebbe più preciso parlare di bilancia commerciale; poiché, tuttavia, in questo esempio si trascurano tutte le altre voci della bilancia dei pagamenti l’effetto sulla bilancia commerciale può essere esteso all’intera bilancia dei pagamenti.

⁶² Si noti che l’elasticità delle esportazioni rispetto al tasso di cambio reale è negativa: una riduzione di ϵ (un deprezzamento del tasso di cambio reale) fa aumentare le esportazioni. In conseguenza di ciò il saldo della bilancia commerciale migliora.

⁶³ L’elasticità delle importazioni rispetto al tasso di cambio reale è positiva: una riduzione di ϵ (un deprezzamento del tasso di cambio reale) fa ridurre le importazioni e la bilancia commerciale migliora.

⁶⁴ Il deprezzamento della moneta nazionale fa aumentare le esportazioni, in quanto rende più conveniente l’acquisto di merci nazionali rispetto alle merci estere, e fa diminuire le importazioni, in quanto rende meno conveniente l’acquisto di merci estere; entrambi questi effetti reali esercitano un effetto positivo sul saldo della bilancia commerciale del paese la cui moneta viene svalutata. Le elasticità misurano le dimensioni di questi effetti; la loro somma in valore assoluto misura il miglioramento del saldo susseguente agli scambi di grandezze reali, che va posto a confronto con il peggioramento del saldo derivante dal maggior prezzo, espresso in moneta nazionale, delle importazioni rispetto alle esportazioni.

Questo risultato è noto nella letteratura come “condizione di Marshall e Lerner”, dal nome dei due autori che lo elaborarono, e fornisce l’indicazione quantitativa dell’efficacia del deprezzamento (o, se ci si trova in condizioni di cambi fissi della svalutazione) come strumento di politica economica in grado di ripristinare l’equilibrio esterno.

Quanto è probabile che la condizione di Marshall e Lerner sia soddisfatta? Se gli scambi internazionali fossero principalmente del tipo *inter-industry* (siano cioè composti da prodotti molto diversi gli uni dagli altri, come è il caso di molti paesi sottosviluppati, che esportano materie prime ed importano prodotti industriali che non sono in grado di produrre all’interno) la probabilità che la condizione non sia soddisfatta sarebbe elevata, in quanto i flussi commerciali in entrata e in uscita sarebbero caratterizzati da bassi valori di elasticità di domanda. I paesi che invece attuano soprattutto scambi del tipo *intra-industry* (caratterizzati dalla presenza di prodotti non troppo dissimili sia dal lato delle importazioni sia dal lato delle esportazioni, come accade ormai nella maggior parte delle economie industrializzate moderne) hanno di solito elasticità elevate che soddisfano nettamente la condizione di Marshall e Lerner.

Va anche notato che le elasticità delle importazioni e delle esportazioni sono diverse a seconda della prospettiva temporale all’interno della quale vengono esaminate. Nel breve periodo la reazione dei flussi commerciali è di solito di dimensioni piuttosto limitate: molti tra i contratti di compravendita di importazioni e di esportazioni sono stati stipulati ai prezzi e alle condizioni antecedenti il deprezzamento e non possono essere modificati, anche se le condizioni economiche lo sono state a seguito del deprezzamento. Inoltre, per attivare vendite all’estero occorre disporre di solito di canali commerciali che non tutte le imprese possiedono; occorrerà loro del tempo per svilupparli, così come occorrerà del tempo ad altre imprese nazionali per rafforzare i canali commerciali all’estero che avevano eventualmente avviato in precedenza. Di conseguenza, la condizione di Marshall e Lerner di solito non è soddisfatta nel breve periodo. Con il passar del tempo, e con il persistere della convenienza ad esportare, le imprese del paese che ha deprezzato la propria moneta, troveranno conveniente rivedere i contratti, avviare catene commerciali e sviluppare strategie di marketing all’estero, mentre le imprese dei paesi la cui moneta si è apprezzata rimetteranno in discussione la loro presenza sui mercati di tale paese; aumenterà così il valore delle elasticità e, nel lungo periodo, la condizione di Marshall e Lerner tenderà ad essere soddisfatta. La particolare dinamica del saldo della bilancia commerciale indotta da questa dinamica temporale dei flussi commerciali è nota come “effetto J”, ad indicare che nel breve periodo il deprezzamento di una moneta non ha un grande effetto sui flussi commerciali e spesso conduce inizialmente addirittura al peggioramento dell’equilibrio esterno; al contrario, con il passare del tempo, di solito e in particolare per i paesi che hanno strutture del commercio con l’estero di tipo “*intra-industry*”, la condizione si verifica, così che nel lungo periodo il deprezzamento della moneta diventa un efficace strumento di politica economica per ripristinare l’equilibrio esterno.

5.5 Contabilità nazionale e moltiplicatore del reddito in economia aperta

5.5.1 I canali attraverso i quali le transazioni con l'estero influenzano l'economia nazionale

Le transazioni tra residenti e non residenti influenzano l'economia attraverso due "canali" di trasmissione: (a) modificando il rapporto tra produzione, distribuzione e spesa; (b) modificando la quantità di moneta in circolazione all'interno del paese. In questo capitolo esamineremo il primo di questi due canali, il secondo sarà esaminato nel paragrafo 5.6; nel paragrafo 5.7, infine, sarà elaborato il concetto di "equilibrio esterno", che tiene conto di entrambi.

5.5.2 La contabilità nazionale in economia chiusa e in economia aperta.

La contabilità nazionale (normalmente studiata nei corsi di macroeconomia, ai quali rimandiamo per maggiori dettagli riguardo al modo in cui essa opera in economia chiusa) fornisce due indicazioni fondamentali: (1) che le imprese tendono a produrre i beni (merci e servizi) che riescono a vendere e (2) che i valori di produzione, redditi distribuiti e spesa complessiva in equilibrio necessariamente coincidono.⁶⁵ Questa eguaglianza è evidenziata dal circuito "produzione-distribuzione-spesa". In questa sede ci limitiamo ad estendere l'analisi della contabilità nazionale dalla situazione di economia chiusa a quella di economia aperta, esaminando il "conto delle risorse e degli impieghi", che sintetizza la condizione di equilibrio del mercato dei beni.

In economia chiusa esso è espresso dalla formula:

$$Y = C + I + G \quad (5.5.1)$$

la quale indica l'eguaglianza che viene ad istituirsi tra produzione offerta dal sistema delle imprese (Y) e domanda globale (o domanda "effettiva", per utilizzare l'espressione coniata a suo tempo da John Maynard Keynes, l'inventore della macroeconomia moderna) espressa dall'economia. Quest'ultima è normalmente ripartita tra

⁶⁵ Anche se, trattandosi di una eguaglianza *ex post*, questo tipo di equilibrio non necessariamente coincide con il pieno impiego delle risorse produttive. Perché il sistema dei mercati sia in grado di ottenere quest'ultimo risultato occorre che si verifichino tutte le condizioni microeconomiche necessarie perché si raggiunga la situazione di equilibrio generale walrasiana e che sono state indicate nel paragrafo 5.1. Nell'analisi che segue tali condizioni non sono ipotizzate; di conseguenza il concetto di equilibrio (macroeconomico) al quale si farà riferimento sarà, analogamente a quello a suo tempo ipotizzato da Keynes, corrispondente ad ogni situazione che, una volta raggiunta, non induca reazioni di mercato che tendono a modificarla. Coerentemente con quanto fece Keynes, ipotizzeremo che tali equilibri siano validi nel breve periodo ed esamineremo se essi possano essere migliorati attraverso interventi pubblici adeguati.

spese per consumi (C), spese per investimenti (I)⁶⁶ e spesa pubblica (G). In economia aperta le imprese nazionali possono vendere le loro merci all'estero (dando luogo ad esportazioni, che indicheremo con la lettera X) e gli acquirenti nazionali possono comprare merci dall'estero (dando luogo ad importazioni, che indicheremo con l'abbreviazione IMP). Di conseguenza, la condizione di equilibrio (5.5.1) valida in economia chiusa può essere estesa nella condizione di equilibrio macroeconomico relativa all'economia aperta:

$$Y = C + I + G + (X - IMP)^{67} \quad (5.5.2)$$

che, a sua volta, può essere riscritta come:

$$Y - C - G = I + (X - IMP) \quad (5.5.3)$$

equivalente a:

$$(Y - C - T) + (T - G) = I + (X - IMP) \quad (5.5.4)$$

nella quale T sono le imposte e i due termini tra parentesi a sinistra del segno di uguale sono, rispettivamente, il risparmio del settore privato dell'economia ($S_{privato}$) e il risparmio pubblico (pari a T - G). La (5.5.4) può, quindi, essere elaborata nella:

$$(Y - C - T) = S_{privato} = I + (G - T) + (X - IMP) \quad (5.5.5)$$

la quale indica: (a) che la differenza tra il valore della produzione al netto delle imposte (che è uguale ai redditi a disposizione degli operatori nazionali) e il valore dei consumi dà luogo al risparmio privato nazionale; (b) che il risparmio privato può essere

⁶⁶ Come è noto, e come viene sottolineato nei corsi introduttivi di macroeconomia, la 5.5.1 emerge come condizione di equilibrio (di breve periodo, o temporaneo) quando si passi dalla pura e semplice contabilità nazionale (che incorpora tra le spese di investimento anche la variazione delle scorte di merci invendute, alla funzione di comportamento degli imprenditori/investitori, i quali, desiderando vendere tutto ciò che producono, individuano nell'andamento delle scorte l'indicazione di comportamento fornita dal mercato e reagiscono all'accumulazione di scorte di prodotto invendute con la riduzione della produzione e alla riduzione delle scorte invendute con l'aumento della produzione. La formula (5.5.1) va quindi considerata come il risultato del processo di aggiustamento della produzione alla domanda di beni proveniente dal mercato e misura pertanto la condizione di equilibrio che si determina quando le imprese hanno adeguato la produzione alla domanda ("effettiva") espressa dal mercato.

⁶⁷ L'espressione (X - IMP) sta ad indicare il saldo netto tra domanda proveniente dall'estero ed acquisti di merci estere da parte dei consumatori nazionali. Di fatto essa è rappresentata dal saldo cumulato del conto corrente e del conto capitale (le cui definizioni sono state fornite nel paragrafo 5.2). E' invalso l'uso di richiamare questo saldo facendo riferimento ai due tipi di transazioni prevalenti in tali conti, le esportazioni e le importazioni. Si noti comunque che, come fu indicato nel paragrafo 5.2 attraverso le formule 5.2.4 e 5.2.5, in equilibrio (anche in questo caso si tratta di equilibrio temporaneo, "di breve periodo") il saldo dell'aggregazione di conto corrente e conto capitale è uguale al saldo del conto finanziario cambiato di segno. Questa osservazione si rivelerà molto utile quando si utilizzerà la formula 5.5.5 per esaminare il modo in cui viene impiegato il risparmio nazionale.

impiegato alternativamente per finanziare investimenti o eventuali disavanzi del bilancio pubblico e/o per acquisire attività finanziarie all'estero.⁶⁸ L'espressione (5.5.5) indica il modo in cui i fondi risparmiati nelle singole nazioni sono impiegati, dandoli a prestito, nei mercati finanziari, nazionali o esteri. Si tratta pertanto dell'identità fondamentale della contabilità nazionale in economia aperta.

5.5.3 *Il moltiplicatore del reddito in economia aperta*

Il modo in cui l'equilibrio macroeconomico è ripristinato nell'ambito dei processi di riaggiustamento in condizioni di economie aperte che se ne sono discostate sarà esaminato nella seconda parte di questo volume. A questo livello della nostra riflessione è utile presentare nella maniera più semplice possibile il modo in cui il modello del "moltiplicatore del reddito" opera nelle condizioni di economia aperta agli scambi con l'estero ipotizzate in questo studio. Il modello sviluppa, come è noto dal corso di macroeconomia, l'analisi del mercato delle merci nelle condizioni descritte da John Maynard Keynes (1936) di un'economia che, a causa di un livello insufficiente di "domanda effettiva" si trova in una situazione di equilibrio con risorse produttive inoccupate. In questa condizione qualsiasi aumento delle spese "autonome" (non legate ad un precedente aumento del reddito; ha sul reddito un effetto più elevato, donde il nome di "moltiplicatore" della spesa iniziale, in quanto all'aumento della spesa autonoma e della produzione delle merci alle quali tale aumento è indirizzato fa seguito un processo di aumento delle spese "indotte" determinato principalmente dai consumi di coloro i cui redditi vanno aumentando a seguito della crescita del reddito (ad esempio, gli ex disoccupati che, grazie all'aumento della domanda, trovano un'occupazione e ottengono un reddito che impiegano nell'acquisto di beni e gli imprenditori, i cui profitti aumentano e possono impiegare il nuovo reddito nell'acquisto di beni di consumo o autofinanziando investimenti che permetteranno loro di aumentare la produzione futura).

⁶⁸ Come è stato dimostrato nel paragrafo 5.2, ad attivi della somma dei saldi del *conto corrente* e del *conto capitale* corrispondono passivi del *conto finanziario*, cioè acquisizione di attività finanziarie all'estero da parte di operatori nazionali.

⁶⁹ Si noti che le esportazioni sono il prototipo delle spese "autonome", in quanto la loro dimensione sicuramente non dipende dalla domanda nazionale ma dalla domanda espressa dagli acquirenti stranieri di merci nazionali, il che non è completamente vero per le spese nazionali. Le altre due grandi categorie di spese nazionali principalmente autonome sono, come si è detto, le spese pubbliche e gli investimenti privati. Nessuna di esse è peraltro totalmente autonoma: le spese pubbliche sono in parte dipendenti dalla possibilità del governo che le effettua di finanziarle attraverso l'aumento dell'imposizione fiscale o attraverso l'emissione di titoli pubblici, gli investimenti privati, a loro volta, dipendono dalle prospettive di crescita del reddito nazionale (le quali dipenderanno, almeno in parte e per il tramite delle aspettative, dall'andamento del reddito). Infine, nonostante i consumi siano per definizione l'antitesi delle spese autonome (si parla per esse di "spese indotte" dall'aumento del reddito) anche una parte dei consumi è autonoma, nella misura in cui può essere resa possibile dalla ricchezza accumulata in precedenza, e quindi disponibile per finanziare i consumi delle famiglie in misura superiore ai redditi conseguiti nel periodo.

Il modello (che nella versione relativa all'economia aperta fu elaborato per primo da Roy Harrod, 1939) prende le mosse dalla condizione di equilibrio (5.5.2) e consiste nell'esame delle equazioni di comportamento degli operatori coinvolti:⁷⁰

$$C = c.Y \quad (5.5.6a)$$

$$I = \bar{I} \quad (5.5.6b)$$

$$G = \bar{G} \quad (5.5.6c)$$

$$X = \bar{X} \quad (5.5.6d)$$

$$IMP = m.Y \quad (5.5.6e)$$

dove: c è la propensione marginale al consumo (percentuale dell'aumento del reddito speso in consumi); m è la propensione marginale all'importazione (percentuale del reddito che viene impiegata nell'acquisto di beni importati); I , G ed X sono, come si è già detto, spese autonome (non dipendenti dal reddito nazionale).

Inserendo le cinque equazioni da (5.5.6a) a (5.5.6e) nella (5.5.2) si ottiene la soluzione di equilibrio del mercato dei beni, che indica la quantità di reddito che sarà prodotta dalle imprese nazionali per adeguare l'offerta alla domanda espressa dai consumatori nazionali ed esteri:

$$Y = \frac{1}{1 - c + m} [\bar{I} + \bar{G} + \bar{X}] \quad (5.5.7)$$

La (5.5.7) indica che in economia aperta le esportazioni si aggiungono alle spese autonome nazionali nel compito di far crescere reddito e produzione in misura maggiore ("moltiplicata") rispetto alla loro dimensione.⁷¹ Questa caratteristica sottolinea una grande opportunità, che è stata sfruttata nell'ultimo secolo da molti paesi; quella di avviare processi di crescita economica attraverso l'aumento delle esportazioni.⁷² Si parla

⁷⁰ In questa versione semplificata del modello tutte le grandezze sono espresse in termini reali. Di conseguenza, non sono per ora presi in alcuna considerazione i problemi relativi alla struttura e alla dinamica dei prezzi, nazionali ed esteri, e del tasso di cambio, che, come è stato anticipato nel paragrafo 5.4 e come si vedrà in maggiore dettaglio nel prosieguo di questo libro, sono purtuttavia decisivi per l'analisi degli scambi internazionali.

⁷¹ Al limite, in economia aperta perfino un paese nel quale le spese autonome interne fossero uguali a zero potrebbe crescere, grazie, appunto, alle esportazioni.

⁷² Aumento spesso originato dal vantaggio comparato offerto da retribuzioni più basse di quelle vigenti nei mercati esteri verso i quali si indirizzano tali esportazioni

in tali casi di “crescita tirata dalle esportazioni”.⁷³ L’espressione (5.5.7) indica, però, anche che il valore del moltiplicatore, che misura di quanto un aumento della spesa autonoma farà aumentare complessivamente il reddito nazionale, assume in economia aperta valori più bassi di quelli che assumerebbe in economia chiusa, in quanto una parte dell’effetto di moltiplicazione del reddito si rivolge all’acquisto di beni esteri e non produce, quindi, alcun effetto all’interno del paese; da un punto di vista algebrico questa indicazione è ricavabile dalla presenza nel rapporto che misura il moltiplicatore di un coefficiente positivo, m , al denominatore del rapporto: a parità di tutti gli altri coefficienti, esso riduce il valore del rapporto rispetto a quanto sarebbe occorso in sua assenza, cioè in condizioni di economia chiusa agli scambi internazionali. Un semplice esempio numerico può chiarire la questione: con una propensione marginale al consumo pari al 90% il moltiplicatore di economia chiusa sarebbe pari a 10; in economia aperta, con la medesima propensione al consumo e con una propensione marginale all’importazione pari al 30%, esso si riduce a 2,5.

Questo semplice modello evidenzia in definitiva una caratteristica fondamentale del processo di globalizzazione che ha avuto luogo negli ultimi decenni: l’integrazione tra i paesi che sono stati via via coinvolti in questo processo ha ridotto l’efficacia delle politiche di gestione del ciclo economico attraverso il sostegno della spesa pubblica che avevano permesso a partire dagli anni trenta del secolo scorso a sempre più paesi di superare la più grave crisi economica che il mondo capitalistico abbia mai affrontato – iniziata nell’ottobre 1929 a seguito della caduta della borsa di Wall Street (New York) – e di attuare processi di crescita economica senza riscontro nelle esperienze storiche precedenti grazie ai contributi teorici del principio del moltiplicatore e all’applicazione che ne fu proposta all’epoca da John Maynard Keynes e grazie alle politiche economiche che a tale impostazione si rifacevano e che vennero attuate per primi negli Stati Uniti dal presidente Franklin Delano Roosevelt, a partire dal 1934, e sono da allora note come “New Deal”.

5.5.4 Il moltiplicatore del reddito in economia aperta in presenza di disavanzo pubblico

Nella seconda metà del XX secolo un ulteriore cambiamento ha avuto luogo nella maggior parte dei paesi che hanno adottato politiche di sostegno della domanda di derivazione keynesiana: la quota di beni pubblici nella struttura produttiva nazionale è aumentata in misura rilevante e il suo finanziamento è stato assicurato dall’ampliamento del gettito fiscale. Al fine di applicare il modello del moltiplicatore alle condizioni della globalizzazione di inizio XXI secolo occorre approfondirlo inserendovi il bilancio pubblico.

⁷³ I principali esempi di processi di sviluppo trainati dalle esportazioni sono quelli di Germania, Giappone e Italia negli anni cinquanta e sessanta del secolo scorso, della Corea del Sud a partire dagli anni settanta, della Cina a partire dagli anni ottanta e dell’India a partire dagli anni novanta.

Il modello che presentiamo prende le mosse dalla condizione di equilibrio (5.5.2) ed estende l'esame delle equazioni che descrivono il comportamento degli operatori coinvolti nel modo seguente:⁷⁴

$$C = c.Y + \bar{C} \quad (5.5.8a)$$

$$I = d.Y + \bar{I} \quad (5.5.8b)$$

$$G = \bar{G} \quad (5.5.8c)$$

$$T = t.Y \quad (5.5.8d)$$

$$X = \bar{X} \quad (5.5.8e)$$

$$IMP = m.Y \quad (5.5.8f)$$

Dove: c è la propensione marginale al consumo (percentuale dell'aumento del reddito che viene dedicata all'acquisto di beni di consumo); d è la percentuale di cui aumentano gli investimenti all'aumentare del reddito⁷⁵; t è la percentuale di tassazione sul reddito; m è la propensione marginale all'importazione (percentuale del reddito che viene impiegata nell'acquisto di beni importati); \bar{C} , \bar{I} , \bar{G} ed \bar{X} sono spese autonome (non dipendenti dal reddito).

Inserendo le sei equazioni da (5.5.8a) a (5.5.8f) nella (5.5.2) e sviluppando algebricamente l'espressione si ottiene la soluzione di equilibrio del mercato dei beni:

$$Y = \frac{1}{1 - d - c(1 - t) + m} [\bar{C} + \bar{I} + \bar{G} + \bar{X}] \quad (5.5.9)$$

La (5.5.9) indica che – come era già evidenziato dalla (5.5.7) - in economia aperta le esportazioni si aggiungono alla spesa pubblica e alla quota di investimenti e di consumi non dipendenti dal reddito come spese “autonome” - in grado di far crescere reddito e produzione in misura maggiore (“moltiplicata”) rispetto alla loro dimensione - ma indica anche che il valore del moltiplicatore, che misura di quanto un aumento della spe-

⁷⁴ Si ricordi di nuovo che nel modello del “moltiplicatore del reddito” tutte le grandezze sono espresse in termini reali; non sono quindi per ora presi in alcuna considerazione i problemi relativi alla struttura e alla dinamica dei prezzi e del tasso di cambio.

⁷⁵ Sulla base del “principio dell'acceleratore”.

sa autonoma fa aumentare complessivamente il reddito nazionale, assume in economia aperta valori più bassi di quelli che assumerebbe in economia chiusa, in quanto una parte della sua spinta propulsiva si indirizza all'acquisto di beni esteri e produce, quindi, effetti più ridotti all'interno del paese, rispetto alla situazione che si verificerebbe in sua assenza. Anche in questo caso un semplice esempio può chiarire le cose. Si ipotizzi che negli anni trenta del secolo scorso i valori dei coefficienti fossero stati i seguenti: $c = 0,9$; $d = 0,1$; $t = 0,1$ ed $m = 0,1$; il moltiplicatore sarebbe stato pari a 5,263. Nella situazione attuale i valori del coefficiente di tassazione e della propensione marginale all'importazione sono cresciuti dovunque, come esempio possiamo ipotizzare che abbiano raggiunto valori pari a $t = 0,4$ ed $m = 0,3$; con tali valori il moltiplicatore scende a 1,52. Ora, sulla base dei valori relativi agli anni trenta del secolo scorso, con un aumento del reddito pari a oltre cinque volte la spesa pubblica iniziale la restituzione del finanziamento del disavanzo inizialmente necessario per attuare la politica espansiva non era difficile, con un moltiplicatore pari a circa 1 volta e mezza la spesa pubblica, come accade oggi, l'aumento delle tasse che si renderebbe necessario per restituire il finanziamento pubblico iniziale (che normalmente ha luogo attraverso l'emissione di titoli del debito pubblico) diventa praticamente impossibile.

Questo modello indica quindi in modo semplice una caratteristica del processo di globalizzazione che ha avuto luogo negli ultimi cinquanta anni: con l'aumentare del volume del commercio internazionale, le economie nazionali sono sempre più venute a dipendere dalle esportazioni come elemento autonomo di sostegno della domanda globale – come aveva, peraltro, profetizzato Michael Kalecki (1939) - mentre la spesa pubblica, lo strumento di politica economica privilegiato da Keynes per attuare politiche di sostegno della domanda in presenza di disoccupazione, ha perso molta della sua efficacia a causa sia dell'aumento della propensione marginale all'importazione sia dell'aumento della percentuale di tassazione (necessario a finanziare l'aumento della spesa pubblica)⁷⁶. La riduzione del moltiplicatore ha ridotto l'efficacia delle politiche keynesiane di sostegno della domanda attuate autonomamente in una singola nazione. E' da questa tendenza che si è sviluppata in molti paesi la tendenza ad attuare politiche miranti ad una "crescita tirata dalle esportazioni" piuttosto che al sostegno della domanda interna. Gli effetti prodotti sulla dinamica attuale dell'economia mondiale da questo cambio di prospettiva nella gestione delle politiche economiche saranno esaminati più avanti.

Va però sottolineato che al livello mondiale il principio alla base del moltiplicatore rimane assolutamente valido. In condizioni di recessione ogni aumento della spesa pubblica produce un effetto espansivo sulla produzione mondiale (nel suo complesso l'economia mondiale è un'economia chiusa) ma va altresì sottolineato come i singoli paesi si avvantaggino dei frutti di tali politiche in misura differente, proporzionalmente alla loro competitività sui mercati mondiali mentre i costi che ognuno di essi affronta per attuarli, in termini di restituzione dei finanziamenti necessari all'attuazione delle spese, sono sostenuti soltanto dai paesi che li attuano. Sorge quindi un conflitto

⁷⁶ In alcuni paesi (tra i quali l'Italia) questa evoluzione, comune a tutte le economie avanzate, è stata aggravata dall'insorgere di livelli di evasione fiscale elevati, i quali hanno comunque reso difficile la copertura del finanziamento pubblico ed hanno portato all'accumulo di livelli del debito pubblico che appesantiscono di molto la situazione.

internazionale nella gestione delle politiche di sostegno della domanda necessarie perché il mondo globalizzato possa trarsi fuori da situazioni recessive. Se tutti i paesi attuassero le politiche di sostegno necessarie per uscire dalla recessione mondiale congiuntamente (se cioè ognuno di essi accrescesse l'ammontare delle sue spese pubbliche nella medesima proporzione) l'effetto complessivo sarebbe quello dell'economia chiusa (e sarebbe quindi possibile finanziare l'iniziale disavanzo attraverso la tassazione degli aumenti di reddito prodotti direttamente dalle politiche di aumento della spesa pubblica attuate e indirettamente dall'aumento delle esportazioni nel resto del mondo, susseguente all'aumento di domanda prodotto negli altri paesi dalle politiche in essi attuate); se però alcuni paesi non si adeguano a questo comportamento, gli effetti della politica espansiva si riducono. Addirittura, se nessun paese estero mette in atto politiche espansive l'effetto torna ad essere quello evidenziato sopra per il caso della politica espansiva attuata in un solo paese e il paese che eventualmente la metta in atto non sarebbe in grado di finanziare la sua politica se non aggravando il peso della tassazione, opzione non solo impopolare e spesso politicamente neppure proponibile, ma soprattutto non conveniente in quanto i costi supererebbero i benefici. Da ciò deriva la conseguenza che una economia globalizzata che si trovi a fronteggiare una depressione mondiale può venirne fuori attraverso le politiche keynesiane di sostegno della domanda soltanto se riesce a coordinarle; a gestirle, cioè, allo stesso livello, globale, al quale si è manifestata la depressione. Purtroppo questo è un elemento di disgregazione dell'ordine economico mondiale: in assenza di una *governance* internazionale che riesca a produrre questo risultato, non è conveniente ai singoli paesi attuare politiche che se svolte da tutti potrebbero risolvere il problema ma che, se attuate da uno solo, aggraverebbero la sua posizione debitoria, per di più con il rischio che i mercati finanziari mondiali innestino un attacco speculativo contro di lui, come si vedrà più avanti.

5.6 La moneta in economia aperta e la distinzione tra “cambi fissi” e “cambi flessibili”

5.6.1 I regimi di cambio

Un secondo, importantissimo, “canale” attraverso il quale le transazioni con l'estero incidono sull'economia nazionale è determinato dal legame che viene ad istituirsi tra il saldo (“economico”) della bilancia dei pagamenti e la circolazione monetaria nazionale. L'equazione (5.2.3) già indicava che a variazioni del saldo della bilancia dei pagamenti determinate dalle operazioni degli operatori privati corrispondono necessariamente variazioni di uguale dimensione e di segno opposto delle riserve ufficiali. Ciò ha luogo in quanto le autorità monetarie (che sono di solito anche preposte alla gestione del cambio) possono intervenire nel mercato dei cambi, al fine di influenzare il tasso di cambio acquistando eventuali eccedenze di valuta estera in mano ai residenti nazionali che vogliono tramutarle in moneta nazionale o vendendo l'ammontare di valuta estera

richiesto dagli operatori privati in eccedenza rispetto alla disponibilità esistente nel mercato dei cambi.⁷⁷

Gli scambi tra valuta estera e moneta nazionale modificano però la circolazione monetaria interna, in quanto i gestori della politica monetaria quando acquistano valuta estera la pagano con moneta nazionale (che, in quanto emessa dalla banca centrale assume la natura di “base monetaria”) la quale va ad aggiungersi alla moneta già in circolazione; al contrario, se i gestori della politica monetaria vendono valuta estera ottengono in cambio moneta nazionale che ritirano dalla circolazione interna.

Le autorità monetarie possono gestire il rapporto tra saldo della bilancia dei pagamenti e circolazione monetaria interna in modi diversi. D’abitudine si contrappongono due casi estremi, che rappresentano i due casi limite entro i quali i *policy maker* dovranno decidere le strategie alle quali adeguare le concrete misure di gestione del cambio. Il primo modo si ha quando le autorità monetarie intervengono nel mercato in modo che il tasso di cambio non si discosti da un valore prefissato o, tutt’al più, oscilli intorno a tale valore mantenendosi entro limiti non troppo lontani da esso.⁷⁸ Si dice allora che il paese applica un regime di “cambi fissi”.

Una seconda modalità di gestione consiste nel non intervenire affatto, lasciando che il tasso di cambio si determini sul mercato attraverso l’insieme degli scambi di moneta nazionale contro valuta estera effettuati dagli operatori privati (questa situazione corrisponde alla formula 5.2.5 nella quale la variazione delle riserve ufficiali è pari a zero). In questo caso si dice che viene adottato un sistema di “cambi flessibili” e la circolazione monetaria non è per nulla influenzata dalle transazioni con l’estero, ma le autorità preposte alla gestione del tasso di cambio accettano che esso si determini sul mercato e influenzi l’economia modificando il rapporto tra prezzi interni e prezzi esteri.

Tra questi due casi estremi sono ovviamente possibili strategie di gestione del cambio intermedie tra la completa fissità e l’assoluta flessibilità del tasso, ottenibili cadenzando gli interventi sul mercato all’obiettivo che i *policy maker* si prefiggono di volta in volta. Rinviando a più avanti l’esame dei motivi che spingono i *policy maker* ad adottare questo o quello tra i regimi di cambio possibili e ci limitiamo in questo capitolo a delineare le caratteristiche che distinguono i due regimi e il modo in cui ciascuno di essi influenza l’economia nazionale che lo applica.

⁷⁷ Eccedenze di valuta estera si verificano tutte le volte in cui gli incassi provenienti dall’estero superano i pagamenti all’estero; quando invece sono i pagamenti all’estero ad eccedere gli incassi dall’estero, si verificherà una relativa scarsità della/e valuta/e interessata/e.

⁷⁸ Si noti che per garantire che il tasso di cambio rimanga totalmente fisso l’autorità preposta alla gestione del cambio dovrebbe di fatto intervenire come controparte in ogni transazione che comporti scambi tra la moneta nazionale e la valuta estera il cui tasso di cambio essa vuole mantenere fisso. Solitamente non si arriva a questo estremo; ad eccezione del caso in cui si formi una unione monetaria, nel qual caso viene addirittura abbandonato l’uso della moneta nazionale a favore dell’uso di una moneta internazionale (come è accaduto con la costituzione dell’Unione Monetaria Europea che si è accompagnato alla sostituzione delle monete nazionali dei paesi partecipanti - la lira italiana, il marco tedesco, il franco francese, la peseta spagnola, ecc. - con una moneta comune, l’euro) l’autorità interviene, acquistando o vendendo moneta nazionale secondo le circostanze, soltanto per stabilizzare le oscillazioni del tasso di cambio intorno al valore prefissato qualora esso se ne discosti.

5.6.2 *Modalità di gestione dei regimi di cambio*

In regime di cambi fissi la banca centrale di un determinato paese – o una istituzione ad essa collegata, come era in Italia l'Ufficio italiano dei cambi (U.I.C.) fino all'ingresso del nostro paese nell'Unione monetaria europea e all'entrata in vigore dell'euro – si dichiara disposta ad acquistare o a vendere valuta estera ad un tasso di cambio, nominale, prefissato. Il modo in cui la banca centrale interviene nel mercato dei cambi è piuttosto semplice: qualora al tasso di cambio prefissato tenda a verificarsi un avanzo di bilancia dei pagamenti, il tasso di cambio della moneta nazionale tenderebbe ad apprezzarsi rispetto alle valute estere e il prezzo della/e valuta/e estera/e che si trovasse/ero in disavanzo nei suoi confronti si deprezzerebbe/ero. I possessori di tale/i valuta/e estera/e, in assenza di interventi della banca centrale, non riuscirebbero a venderla/e se non a un prezzo inferiore. Se la banca centrale è disposta ad acquistare tale/i valuta/e al prezzo, più elevato, che è stato deciso come fisso, essi saranno, ovviamente, ben felici di vendergliela/e e il tasso di cambio rimarrà invariato al livello prefissato. Il contrario accade al cambio prefissato quando tende a verificarsi un disavanzo della bilancia dei pagamenti: in questo caso la moneta nazionale tenderebbe a deprezzarsi e per evitarlo la banca centrale inizierà a vendere valuta estera al tasso di cambio fisso agli operatori che la richiedono, impedendo così il deprezzamento. Di norma i sistemi a tassi di cambio fisso sono stabiliti da accordi internazionali (il più famoso di questi è l'accordo di Bretton Woods, che esamineremo nel capitolo 8) che prevedono un margine di oscillazione all'interno del quale la banca centrale non interviene sul mercato e il tasso di cambio è libero di oscillare tra i due valori estremi concordati sulla base della domanda e dell'offerta di valuta espressi dagli operatori privati; quando uno di essi viene raggiunto, la banca centrale interviene: vendendo l'eventuale eccesso di domanda di valuta estera per evitare che la moneta nazionale si deprezzi oltre il limite indicato, ed acquistando valuta quando si verificano eventuali situazioni di eccesso di offerta di valuta per evitare che il tasso di cambio si apprezzi al di là del limite concordato. In altri casi la banca centrale di un paese la cui valuta sia poco utilizzata negli scambi internazionali mantiene il tasso di cambio fisso nei confronti di una moneta maggiormente utilizzata come valuta nei pagamenti internazionali, di solito per stabilizzare i propri scambi commerciali con il paese che emette la valuta di cui sopra o con l'insieme dei paesi che la adottano, anche in questo caso lasciando un certo margine di oscillazione, che decide caso per caso in assenza di accordi preventivi. Un caso limite di cambi fissi si ha quando si costituiscono delle "unioni monetarie" (dette anche "unioni valutarie"). Di solito in questi casi le monete nazionali dei paesi aderenti all'unione sono sostituite da una moneta comune, come è accaduto tra i paesi che, a partire dall'1 gennaio 1999, hanno dato vita all'Unione monetaria europea e alla nascita dell'euro.

In un regime di cambi flessibili il mercato dei cambi è totalmente lasciato a se stesso ed opera come un qualsiasi altro mercato: in presenza di eccessi di offerta di una valuta estera, il valore di tale valuta si riduce (e, conseguentemente, il valore della moneta nazionale si "apprezza"); in presenza di eccessi di domanda di una valuta estera, il suo valore aumenta e la moneta nazionale si "deprezza".

Non sempre la semplice scelta tra un regime di cambi fissi e un regime di cambi flessibili è sufficiente. I gestori della politica economica nazionale (*policy maker*) anche se non hanno sottoscritto accordi di partecipazione a sistemi monetari internazionali che prevedono cambi fissi, possono trovarsi a dover fronteggiare situazioni nelle quali lasciare al mercato dei cambi la fissazione del tasso può produrre squilibri, anche rilevanti, all'economia interna. In tal caso è probabile che essi adottino strategie di gestione dei cambi aventi l'obiettivo di rendere compatibili equilibrio esterno ed equilibrio interno. Allo studio di tali situazioni è dedicata buona parte dei capitoli successivi. Per introdurne la problematica può, per ora, bastare un esempio. Si pensi alla situazione di un paese importatore di un bene la cui domanda è scarsamente elastica rispetto al prezzo, fissato in valuta estera e che è necessario al funzionamento dell'apparato produttivo nazionale – il petrolio è l'esempio più diffuso di una merce avente queste caratteristiche – ed esportatore di beni la cui domanda è anch'essa scarsamente elastica rispetto al prezzo. Un qualsiasi deprezzamento della moneta, quale che ne sia il motivo, sarebbe per un tale paese una vera e propria iattura, in quanto aumenterebbe il costo che esso deve sostenere per l'importazione di petrolio ma, a causa della ridotta elasticità di prezzo, il vantaggio in termini di maggiori esportazioni conseguente al deprezzamento sarebbe comunque limitato; presumibilmente la sua bilancia dei pagamenti si deteriorerebbe a seguito del deprezzamento.⁷⁹ In situazioni di questo genere le autorità preposte alla gestione del cambio possono intervenire, vendendo valuta estera tratta dalle riserve ufficiali di cui dispongono in cambio di moneta nazionale, per evitare il deprezzamento della moneta nazionale.

5.6.3 Effetti sull'economia interna

Gli effetti prodotti dalla dinamica dei conti con l'estero sull'economia nazionale sono ovviamente diversi a seconda del regime di cambi adottato. Va però subito precisato che entrambi i regimi di cambio tendono a produrre tendenze che conducono al pareggio dei conti con l'estero ("equilibrio esterno") anche se spesso ciò avviene a scapito dell'equilibrio interno. Rinviando a più avanti lo studio delle caratteristiche dei legami tra equilibrio interno ed equilibrio esterno e delle politiche che possono essere attuate dai *policy maker* nazionali e dalle organizzazioni internazionali per ottimizzare il mix tra i due e dedichiamo questo paragrafo all'esame dei modi in cui il riaggiustamento dei conti con l'estero influenza le grandezze economiche nazionali e l'equilibrio interno in cambi fissi e in cambi flessibili.

In condizioni di cambi fissi la grandezza immediatamente influenzata è la quantità di moneta. Se si verificano disavanzi della bilancia dei pagamenti, l'intervento della banca centrale necessario per mantenere il tasso di cambio invariato consiste nella vendita di valuta estera tratta dalle riserve ufficiali contro moneta nazionale; l'effetto immediato è che si riduce la circolazione di base monetaria interna. Gli effetti sull'economia nazionale sono quelli tipici di una riduzione della circolazione moneta-

⁷⁹ Di fatto, stiamo ipotizzando che in questo caso non sia soddisfatta la "condizione di Marshall e Lerner", illustrata nel paragrafo 5.4.

ria: nel breve periodo aumento dei tassi di interesse ed effetto depressivo sulla domanda aggregata; nel lungo periodo, riduzione dei prezzi interni. Entrambi spingono l'economia nella direzione dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti. Nel breve periodo l'aumento del tasso di interesse renderà i titoli finanziari nazionali più convenienti rispetto ai titoli esteri, migliorando il saldo del conto finanziario e la riduzione della domanda interna ridurrà le importazioni e migliorerà il saldo del conto corrente. Nel lungo periodo la riduzione dei prezzi aumenterà la competitività dell'economia nazionale rispetto al resto del mondo con effetti positivi sull'andamento del saldo del conto corrente. E' però evidente che entrambi i processi di riaggiustamento mettono a dura prova l'equilibrio interno: nel breve periodo la riduzione della domanda aggregata fa cadere il reddito nazionale e l'aumento del tasso di interesse aumenta il peso del debito pubblico; nel lungo periodo la riduzione dei prezzi può dare luogo a condizioni recessive che potrebbero protrarsi nel tempo. Di queste conseguenze negative parleremo a lungo nel prosieguo del libro, dapprima, nel capitolo 6, in chiave teorica e successivamente, nel capitolo 8, con riferimento agli avvenimenti che hanno caratterizzato la storia dei sistemi monetari internazionali.

Se si verificano avanzi di bilancia dei pagamenti il risultato è l'opposto: aumenta la circolazione monetaria interna, nel breve periodo i tassi di interesse nazionali si riducono e la domanda aggregata aumenta, si riduce l'attivo del conto finanziario e si riduce l'attivo del conto corrente. Il rischio è però che se l'economia si trova in piena occupazione l'aumento della domanda provochi soltanto inflazione (si parla in questo caso di "inflazione importata").

I gestori della politica monetaria nazionale hanno comunque la possibilità di "sterilizzare" gli effetti prodotti da avanzi o disavanzi dei conti con l'estero sulla circolazione monetaria nazionale, controbilanciandoli con politiche monetarie interne che ne annullino gli effetti quando questi sono considerati dai *policy maker* negativi per l'equilibrio nazionale. Ad esempio, l'effetto di un eventuale disavanzo della bilancia dei pagamenti (riduzione della quantità di base monetaria in circolazione all'interno dell'economia nazionale) può essere controbilanciato attraverso "operazioni di mercato aperto", vendita di titoli nazionali di dimensioni uguali al disavanzo, attraverso le quali viene immessa nell'economia nazionale una quantità di base monetaria uguale a quella corrisposta agli operatori che debbono saldare il disavanzo con l'estero, mantenendo così invariata la circolazione monetaria interna. E' possibile ai gestori della politica economica anche sterilizzare l'effetto di aumento della circolazione monetaria che sarebbe altrimenti prodotto da un avanzo di bilancia dei pagamenti, attraverso l'acquisto di titoli sul mercato finanziario in misura uguale all'avanzo e controbilanciando così l'aumento della base monetaria proveniente dall'estero con la riduzione della base monetaria drenata attraverso l'acquisto dei titoli. Ovviamente, queste operazioni di sterilizzazione da un lato controbilanciano gli effetti, considerati negativi dai *policy maker* che le attuano, degli squilibri esterni sull'equilibrio interno ma dall'altro lato impediscono il verificarsi dell'aggiustamento dell'equilibrio esterno nei modi sopra richiamati. Se nulla cambia, quindi, lo squilibrio esterno tornerà a verificarsi nel periodo successivo così come si era verificato nel primo. Si tratta quindi di operazioni utili per evitare nell'immediato un effetto giudicato negativo per l'economia nazionale e guadagnare tempo per eliminare le cause dello squilibrio esterno. Ad esempio, si ipotizzi il ca-

so di un paese che sta attuando progetti di investimento attraverso i quali si ripropone di migliorare la sua competitività internazionale, ad esempio importando dall'estero beni capitali che permettono di attuare tecnologie innovative e che potrebbero essere foriere di miglioramenti tecnologici all'interno ma che nell'immediato producono disavanzo dei conti con l'estero, e si ipotizzi che i suoi *policy maker* vogliano evitare che l'impulso depressivo che potrebbe derivare dal disavanzo rallenti l'adozione di tali tecnologie, rallentando il miglioramento tecnologico. Questi interventi di sterilizzazione *per se* non conducono al ripristino dell'equilibrio esterno, ma, continuando nel nostro esempio, il miglioramento tecnologico potrebbe farlo in futuro e ripristinare l'equilibrio esterno senza dover rinunciare a quello interno.

In condizioni di cambi flessibili il riaggiustamento verso il ripristino dell'equilibrio esterno ha luogo in modi differenti. Si ipotizzi di trovarsi inizialmente in una situazione caratterizzata da un avanzo della bilancia dei pagamenti. In assenza di interventi della banca centrale sul mercato dei cambi, ciò provocherà l'apprezzamento della moneta, che renderà meno competitive le imprese nazionali sui mercati mondiali. Di conseguenza (a condizione che sia soddisfatta la condizione di Marshall e Lerner⁸⁰) si ridurranno le esportazioni ed aumenteranno le importazioni, riducendo l'avanzo e riportando il saldo dei conti con l'estero verso l'equilibrio. Il contrario avrà luogo in presenza di un disavanzo dei conti con l'estero: la moneta nazionale tenderà a deprezzarsi, aumenteranno le esportazioni e diminuiranno le importazioni (anche in questo caso a condizione che sia soddisfatta la condizione di Marshall e Lerner) e il disavanzo si ridurrà. Anche in questo caso è possibile che si verifichino situazioni nelle quali il riaggiustamento dell'equilibrio esterno entra in conflitto con il mantenimento dell'equilibrio interno. Oltre al caso in cui il deprezzamento non sia efficace in quanto non è soddisfatta la condizione di Marshall e Lerner (già richiamato nel paragrafo precedente) è possibile che esso conduca all'aumento dell'inflazione nazionale. Anche un apprezzamento può deteriorare l'equilibrio interno, ad esempio quando sia determinato da avanzi del conto finanziario conseguenti ad uscite di capitale nazionale e peggiori la situazione del conto corrente; in tal caso all'indebitamento estero derivante dalle fughe di capitale si aggiungerebbe la riduzione della competitività nazionale, che renderebbe problematica la restituzione del debito finanziario.

Tutti i casi di conflitto tra equilibrio esterno ed equilibrio interno potrebbero dar luogo all'insorgere di aspettative che potrebbero, al limite, provocare crisi valutarie. Ne rimandiamo l'esame ai capitoli dedicati all'analisi di queste ultime.

5.7 L'“equilibrio esterno” e il “vincolo dei conti con l'estero”

5.7.1 La nozione di “equilibrio esterno”

A conclusione del capitolo, siamo ora in grado di definire il concetto di “equilibrio esterno”.

⁸⁰ Il caso in cui tale condizione non sia soddisfatta è stato esaminato nel paragrafo precedente.

Una prima approssimazione di tale concetto, a volte valida nel breve periodo, lo riconduce al determinarsi di un saldo (“economico”) della bilancia dei pagamenti pari a zero. In tal caso i rapporti con l'estero non producono alcun effetto sulla circolazione monetaria del paese. Va, tuttavia, sottolineato come questa impostazione di prima approssimazione debba essere qualificata e approfondita in almeno tre direzioni: (a) non ha molto senso considerare l'equilibrio esterno separatamente dall'equilibrio interno, in quanto i due concetti sono interdipendenti. (b) La composizione della bilancia dei pagamenti è anch'essa importante, assieme al saldo, nella valutazione se una qualsiasi situazione configuri un vero e proprio equilibrio oppure no. (c) All'interno di un sistema monetario internazionale l'equilibrio di un singolo paese non è mai totalmente indipendente dall'equilibrio degli altri paesi facenti parte del sistema. Esamineremo ora brevemente queste tre condizioni - nei paragrafi 5.7.1a, 5.7.1b e 5.7.1c - come premessa allo studio del modo in cui l'esigenza che si raggiunga l'equilibrio esterno condiziona l'equilibrio interno, che sarà svolto nel paragrafo 5.7.2.

5.7.1a *Equilibrio interno ed equilibrio esterno*

L'equilibrio macroeconomico interno richiede che si ottenga un livello del reddito corrispondente al pieno impiego delle risorse nazionali, un livello dell'inflazione di dimensioni ridotte e stabile e che i mercati siano sottoposti a controlli che evitino l'insorgere di condizioni monopolistiche e ne sorvegliano la funzionalità. Il raggiungimento di questi obiettivi è, ovviamente, compito dei *policy maker* nazionali, che li sceglieranno sulla base delle preferenze dei cittadini/elettori. L'equilibrio esterno implica invece che le transazioni con l'estero diano luogo ad un saldo della bilancia dei pagamenti (economica) uguale a zero. Nel capitolo precedente si è visto come il regolamento finanziario delle transazioni con l'estero possa implicare effetti negativi sulla dinamica interna dell'economia tali da impedire il raggiungimento degli obiettivi scelti dai gestori delle politiche economiche nazionali. Le modalità secondo le quali i *policy maker* possono adeguare il raggiungimento degli obiettivi interni con l'attuazione dei rapporti con l'estero sono stabiliti dall'insieme degli accordi internazionali sottoscritti dai paesi partecipanti al sistema internazionale.⁸¹

Si è visto nel paragrafo precedente che possono sorgere conflitti nella gestione del *trade-off* tra equilibrio interno ed equilibrio esterno. Nelle attuali condizioni della globalizzazione questi *trade-off* costituiscono il principale ostacolo alla gestione del sistema economico mondiale. Chiedere a un paese di rinunciare all'equilibrio interno per conseguire l'equilibrio esterno significa porlo di fronte all'alternativa di abbandonare la collaborazione con il resto del mondo per difendere le sue prerogative nazionali. Questo principio fu esposto con particolare chiarezza da John Maynard Keynes nella proposta di riorganizzazione del sistema monetario internazionale dopo la seconda guerra mondiale che portò all'accordo di Bretton Woods.⁸² “a nessun paese dovrebbe

⁸¹ L'esame degli accordi internazionali e delle istituzioni operanti nell'ambito della situazione attuale sarà svolto nel capitolo 8.

⁸² Anche per un esame dell'accordo di Bretton Woods e della riorganizzazione del sistema monetario internazionale che da esso trasse origine si rinvia al capitolo 8.

essere richiesto nulla che non sia nel suo effettivo interesse di lungo periodo” (British Government Publications, 1943, pag.56) e quindi qualsiasi accordo internazionale dovrebbe prevedere che il raggiungimento dell’equilibrio esterno “interferisca il meno possibile con le politiche nazionali” indirizzate al conseguimento dell’equilibrio interno.

5.7.1b *Composizione della bilancia dei pagamenti ed equilibrio (interno ed esterno)*

L’equilibrio esterno è un concetto di lungo periodo.⁸³ Il tempo richiesto perché si raggiunga l’equilibrio di lungo periodo dipende dalle modalità operative dei vari mercati. Si tratta, più precisamente, di un equilibrio “intertemporale”, che deve necessariamente verificarsi nel corso del tempo. Come vedremo nel capitolo 7, la percezione da parte degli operatori di questa realtà determina, incidendo sulle loro aspettative, gli equilibri “temporanei” che si verificano nel breve periodo e la dinamica dell’aggiustamento che si mette in atto.

Nel breve-medio periodo eventuali avanzi e disavanzi della bilancia dei pagamenti possono essere gestiti accumulando valuta internazionale, nel caso si verificano degli avanzi, e vendendo valuta internazionale o accendendo prestiti all’estero, nel caso si verificano disavanzi. Una successione di continui avanzi o disavanzi che si protraggano per un numero di anni consistente non è però sostenibile a meno che il paese in questione non sia in grado di emettere una moneta accettata dagli altri partecipanti al sistema monetario internazionale come valuta internazionale,⁸⁴ in quanto disavanzi del *conto corrente* e del *conto capitale* finanziati attraverso avanzi del *conto finanziario* comportano l’indebitamento di un paese nei confronti del resto del mondo. La capacità delle autorità di tale paese preposte all’attuazione della politica economica di gestire una situazione siffatta dipende dalla disponibilità dei possessori di ricchezza stranieri, incluse le banche centrali del resto del mondo, a detenere le passività finanziarie da esso emesse per finanziare il debito. Un paese che goda di cattiva reputazione⁸⁵ non riuscirà a sostenerla se non nella misura in cui, e fino a quando, disponga di riserve di valuta internazionale in misura non solo sufficiente a colmare i disavanzi che via via si accumulano ma anche sufficiente a far fronte all’eventuale “fuga” degli investitori finanziari dalla sua moneta per evitare la perdita di valore che a loro deriverebbe dal de-

⁸³ Per lungo periodo si intende il tempo necessario perché tutti i mercati coinvolti nel processo di riaggiustamento raggiungano condizioni tali da persistere nel tempo in assenza di shock (si ha uno shock quando cambiano le condizioni strutturali nelle quali l’economia opera). E’ consuetudine distinguere gli “shock monetari”- che traggono origine da modificazioni che incidono inizialmente sulle grandezze monetarie, e, quindi, sui mercati finanziari – dagli “shock reali”, che operano direttamente sui mercati reali. L’analisi dei modi in cui gli shock monetari e reali influenzano i regimi di cambio sarà svolta anch’essa nel capitolo 8.

⁸⁴ Questo è stato il caso degli Stati Uniti d’America negli ultimi 30 anni. L’accumulo di disavanzi con l’estero ha comunque comportato la formazione di un debito con l’estero di dimensioni mai viste in precedenza.

⁸⁵ “Cattiva reputazione” significa che gli investitori internazionali non ritengono che esso possa far fronte ai debiti contratti.

prezzamento; qualora ciò non accada, si verificheranno “crisi finanziarie”: i possessori di titoli denominati nella moneta del paese in questione cercheranno di trasformarli in titoli denominati in una valuta più solida, provocando una caduta del tasso di cambio di dimensioni ancora più ampie di quelle che si sarebbero verificate altrimenti. Per di più, un paese che finanzia per lungo tempo i suoi disavanzi prendendo a prestito dall'estero vedrà la situazione del suo *conto corrente* appesantirsi di anno in anno per l'accumulo del peso degli interessi sul debito da versare ai creditori esteri.

Al contrario, paesi con solida reputazione riescono a gestire situazioni di questo tipo più a lungo, guadagnando, così, spazio per l'attuazione delle politiche indirizzate all'equilibrio interno.

Anche i paesi che presentano continui avanzi della bilancia dei pagamenti incontrano delle difficoltà a tenere in piedi una tale situazione, per due ragioni. In primo luogo, perché ai loro avanzi corrispondono disavanzi di altri paesi, i quali potrebbero in qualche misura reagire, lasciando deprezzare la loro moneta rispetto a quella del paese in avanzo. Qualora lo facessero, la moneta del paese in avanzo si apprezzerrebbe e le imprese in esso operanti vedrebbero deteriorarsi la competitività internazionale della quale inizialmente godevano. In secondo luogo, avanzi di bilancia dei pagamenti comportano, come si è visto, aumenti della base monetaria nel paese che li sperimenta; l'aumento della circolazione monetaria potrebbe mettere in discussione l'equilibrio interno, inducendo spinte inflazionistiche non gradite ai *policy maker* nazionali.

In un'ottica di lungo periodo non possono quindi essere definite situazioni di equilibrio tutte quelle in cui non si abbiano contemporaneamente saldo della somma tra *conto corrente* e *conto capitale* e saldo del *conto finanziario* relativo alle operazioni tra privati uguali a zero.⁸⁶ E' utile, quindi, distinguere le situazioni nelle quali tanto la somma dei conti *corrente* e *capitale*, da un lato, quanto il *conto finanziario* sono in equilibrio, con saldi pari a zero, dalle altre (incluse quelle in cui il saldo economico della bilancia dei pagamenti è uguale a zero). Le prime (che definiamo situazioni di equilibrio esterno “completo”) sono destinate a permanere finché le condizioni che le hanno determinate non si modificano; le seconde, che possiamo definire situazioni di equilibrio esterno “incompleto” (in quanto, non modificano la circolazione monetaria del paese ma soltanto la sua situazione patrimoniale nei confronti dell'estero, determinano comunque un equilibrio di breve periodo, “temporaneo”), sono continuamente sottoposte al rischio che si mettano in moto processi di riaggiustamento automatici (a volte addirittura crisi finanziarie) destinate a squilibrare le condizioni economiche del paese.

5.7.1c *L'interdipendenza dell'equilibrio esterno tra paesi partecipanti al medesimo sistema monetario internazionale*

Va infine sottolineato come l'equilibrio esterno di un singolo paese non sia affatto indipendente rispetto a quello degli altri paesi che fanno parte del sistema monetario internazionale. Il modello del moltiplicatore del reddito, esaminato nel paragrafo 5.5,

⁸⁶ Ovviamente, in tal caso la variazione delle riserve ufficiali è anch'essa uguale a zero e la posizione creditoria/debitoria netta da/verso il resto del mondo non varia.

indica come l'interdipendenza influenza i singoli paesi. Si ipotizzi che i *policy maker* di un particolare paese si trovino a dover gestire una situazione caratterizzata da uno squilibrio interno consistente in un livello di impiego delle risorse inferiore alla piena occupazione e che nello stesso tempo i paesi con esso concorrenti stiano adottando politiche di contenimento della domanda interna. In tali casi è estremamente difficile per i primi attuare politiche di gestione della domanda espansive senza incorrere in disavanzi nei conti con l'estero, in quanto l'aumento del reddito comporta aumenti delle importazioni che possono facilmente risultare di dimensioni superiori all'aumento delle esportazioni (essendo quest'ultimo frenato dalle politiche restrittive attuate dagli altri paesi) e, di conseguenza, produrre disavanzo nei conti con l'estero. Se però tutti i paesi partecipanti al sistema coordinassero l'espansione delle loro economie, tutti potrebbero usufruire dell'aumento delle esportazioni indotto dall'aumento della domanda aggregata dei paesi partner. Questa era la regola di comportamento che Keynes (1943) avrebbe voluto mettere al centro della ricostruzione del sistema monetario internazionale dopo la seconda guerra mondiale e che, purtroppo, venne accantonata. Come abbiamo già accennato nel paragrafo 5.5 e come vedremo maggiormente nel capitolo 8, la mancata estensione delle politiche keynesiane al sistema monetario internazionale ha successivamente creato freni che in molti casi si sono rivelati insormontabili all'attuazione delle politiche di gestione della domanda di stampo keynesiano in tutti i paesi che hanno dovuto far fronte a situazioni di "vincolo dei conti con l'estero". Andiamo ora ad esaminare in che cosa consistano tali situazioni.

5.7.2 Il "vincolo dei conti con l'estero"

E' possibile quantificare le dimensioni del vincolo dei conti con l'estero utilizzando un modello elaborato da Thirlwall (1979) dinamizzando il modello del moltiplicatore del reddito in economia aperta (elaborato da Harrod, 1939) che è stato già presentato nel paragrafo 5.5. Nella formula 5.7.1 riprendiamo la definizione di equilibrio completo della bilancia dei pagamenti.

$$E \cdot P \cdot X = P^* \cdot IMP \quad (5.7.1)$$

Nella quale: E è il tasso di cambio nominale tra la moneta nazionale (l'euro - in quanto consideriamo l'Italia come paese di riferimento - quotato "certo per incerto") e la moneta estera (che per il momento possiamo immaginare sia il dollaro, in ossequio alla situazione in vigore da parecchi decenni che fa del dollaro la moneta di gran lunga più utilizzata negli scambi internazionali); P e P^* indicano, rispettivamente, il livello medio dei prezzi delle merci scambiate tra l'Italia e il resto del mondo, ognuna espressa nella sua moneta; X sono le esportazioni (includendo sotto tale denominazione tutte le voci che sono registrate con segno positivo nel conto corrente e nel conto capitale) ed IMP (comprensivo di tutte le voci registrate con segno negativo nel conto corrente e nel conto capitale) sono le importazioni. La formula (5.7.1) indica quindi l'equilibrio esterno.

Esprimiamo poi la (5.7.1) in termini di variazioni medie annue⁸⁷:

$$e + p + x = p^* + \text{imp} \quad (5.7.2)$$

nella quale sono indicate con lettere minuscole le variazioni percentuali annue delle medesime grandezze che nella (5.7.1) erano indicate con lettere maiuscole. La (5.7.2) è la condizione che deve verificarsi perché la bilancia dei pagamenti sia in equilibrio, espressa in termini dinamici e corrispondente all'esposizione, statica, della (5.7.1).

Per approfondire l'analisi occorre specificare le funzioni delle esportazioni e delle importazioni, esplicitando le variabili che ne determinano i valori:

$$X = (P^* / P \cdot E)^{\eta_{x\epsilon}} \cdot Y_{\text{Rdm}}^{\alpha} \quad (5.7.3a)$$

$$\text{IMP} = (P \cdot E / P^*)^{\eta_{\text{imp}\epsilon}} \cdot Y^{\mu} \quad (5.7.3b)$$

Nelle quali: $\eta_{\text{imp}\epsilon}$ misura l'elasticità⁸⁸ delle importazioni rispetto al tasso di cambio reale euro/dollaro; $\eta_{x\epsilon}$ misura l'elasticità delle esportazioni rispetto all'inverso del tasso di cambio reale euro/dollaro;⁸⁹ Y è il PIL italiano; Y_{Rdm} è il PIL del resto del mondo; α misura l'elasticità delle esportazioni italiane rispetto al reddito del resto del mondo e μ misura l'elasticità delle importazioni italiane rispetto al PIL italiano.

Indicando le due espressioni (5.7.3a) e (5.7.3b) in termini di variazioni medie annue,⁹⁰ si ottiene:

$$x = \eta_{x\epsilon}(p^* - p - e) + \alpha \cdot y_{\text{rdm}} \quad (5.7.4a)$$

$$\text{imp} = \eta_{\text{imp}\epsilon}(p + e - p^*) + \mu \cdot y \quad (5.7.4b)$$

Inserendo le due funzioni delle esportazioni (5.7.4a) e delle importazioni (5.7.4b) nella (5.7.2), otteniamo:

$$e + p + \eta_{x\epsilon}(p^* - p - e) + \alpha \cdot y_{\text{rdm}} = \eta_{\text{imp}\epsilon}(p + e - p^*) + p^* + \mu \cdot y \quad (5.7.5)$$

Che può essere sviluppata nell'espressione seguente:

⁸⁷ Da un punto di vista algebrico, ciò implica riformulare la (5.7.1) in termini di logaritmi naturali e differenziarla rispetto al tempo.

⁸⁸ Si ricordi che l'elasticità misura il rapporto tra due variazioni percentuali. L'elasticità delle importazioni rispetto al tasso di cambio reale indica quindi di quanto una variazione, poniamo dell'uno per cento, del tasso di cambio reale fa variare le importazioni.

⁸⁹ Si noti che le due elasticità sono riferite con modalità differenti rispetto al tasso di cambio reale in modo che abbiano entrambe segno positivo.

⁹⁰ Vale quanto detto alla nota 87.

$$\mu \cdot y = \eta_{xe} (p^* - p - e) + \eta_{impe} (p^* - p - e) - p^* + e + p + \alpha \cdot y_{rdm} \quad (5.7.6)$$

alla quale corrisponde:

$$y_{bdp} = [(\eta_{xe} + \eta_{impe} - 1) \cdot (p^* - p - e) + \alpha \cdot y_{rdm}] / \mu \quad (5.7.7)$$

Nella (5.7.7) viene indicato con l'espressione y_{bdp} il tasso di crescita del reddito nazionale compatibile con il mantenimento dell'equilibrio esterno.

L'espressione (5.7.7) fornisce quattro indicazioni importanti:

- Il primo termine a destra del segno di eguale rappresenta la condizione di Marshall e Lerner, già esaminata nel paragrafo 5.4: un paese può migliorare lo stato dei suoi conti con l'estero (a prezzi, nazionali ed esteri, invariati) svalutando la propria moneta solo se la somma delle elasticità di prezzo delle sue esportazioni e delle sue importazioni⁹¹ è superiore al valore uno.
- Il secondo termine ricorda che il medesimo effetto della svalutazione può essere ottenuto, a parità di valore del tasso di cambio, facendo crescere i prezzi nazionali meno di quelli esteri (il che corrisponde a una svalutazione del tasso di cambio reale). Tale termine indica anche che nel caso in cui i prezzi nazionali crescano più rapidamente di quelli esteri, il tasso di crescita del reddito nazionale compatibile con il mantenimento dell'equilibrio dei conti esteri si riduce.
- Il terzo termine indica che tanto più il resto del mondo cresce a ritmi elevati tanto minore è il vincolo imposto all'economia nazionale dall'esigenza di mantenere in equilibrio i conti con l'estero. Questo principio era ben presente nella proposta che John Maynard Keynes fece nella fase preparatoria della conferenza di Bretton Woods (Keynes, 1943) come condizione per estendere l'adozione delle politiche di sostegno della domanda che da lui presero il nome, dall'ambito nazionale - dove all'epoca cominciavano a mostrare la loro efficacia - all'economia mondiale. Purtroppo, come è stato già accennato e come si spiegherà più in dettaglio nel capitolo 8, tali indicazioni sono state negli ultimi anni disattese e molti paesi, si trovano oggi a doversi confrontare con vincoli della bilancia dei pagamenti che impediscono loro di crescere al ritmo che sarebbe loro possibile data la dotazione di risorse produttive delle quali dispongono.
- Il quarto termine (costituito dal denominatore del rapporto) indica che tanto più elevata è l'elasticità delle importazioni rispetto al reddito tanto più ridotto è il tasso di crescita del reddito nazionale compatibile con il "vincolo dei conti con l'estero". Nel lungo periodo è quest'ultimo il "vincolo" più pericoloso che rischia di frenare la crescita dei paesi che vi sono sottoposti e mantenerla al disotto di quanto sarebbe loro possibile utilizzando pienamente le risorse produttive delle quali dispongono. Vediamo perché.

⁹¹ Si noti che l'artificio algebrico che conduce alla somma delle due elasticità riportata nella (5.7.7) è diverso, anche se produce il medesimo risultato, rispetto a quello adottato nella derivazione della condizione di Marshall e Lerner presentata nel paragrafo 5.4; in quest'ultima le due elasticità erano espresse in valore assoluto, nella (5.7.7) sono state specificate in maniera differente: l'una, nella fattispecie l'elasticità delle esportazioni, rispetto al tasso di cambio reale, l'altra, quella delle importazioni, rispetto all'inverso del tasso di cambio reale.

Nel breve periodo l'equilibrio esterno può essere mantenuto prendendo a prestito l'ammontare di valuta estera necessaria a finanziare eventuali disavanzi del conto corrente e del conto capitale oppure sterilizzando come riserva di valuta estera eventuali avanzi dei medesimi conti. Come è stato già detto, finanziare disavanzi di parte corrente (che si esprimono tramite il conto corrente e/o il conto capitale) attraendo capitale dall'estero (con conseguenti avanzi del conto finanziario) è possibile soltanto fino a quando gli investitori mondiali sono disposti ad acquistare le attività finanziarie del paese che si trova in questa situazione, cioè a prestare a tale paese le risorse finanziarie necessarie a permettergli di acquistare all'estero più di quanto esso riesca a vendervi. Ciò è solitamente possibile solo per periodi relativamente brevi. Esiste un solo caso di nazione che sia riuscita a finanziare all'estero i suoi eccessi di acquisti per un lungo periodo: gli Stati Uniti d'America, che dal 1981 ad oggi hanno finanziato disavanzi correnti prendendo a prestito dall'estero ed accumulando un debito internazionale di dimensioni mai viste prima; ciò è stato possibile solo grazie al ruolo di valuta internazionale che il dollaro ha assunto lungo tutto questo periodo. Strategie simili adottate da altri paesi hanno sinora condotto inevitabilmente a crisi valutarie.

Dei quattro elementi indicati dalla formula (5.7.7) come fattori che incidono sul "vincolo dei conti con l'estero", i primi due (il deprezzamento della moneta e la possibilità di contenere la crescita dei prezzi interni al disotto della crescita dei prezzi dei paesi concorrenti) hanno operato efficacemente come strumento di contenimento del "vincolo" per periodi anche non brevi.⁹² E' però assai improbabile che esse possano operare nel lungo periodo, in quanto: (a) nel caso di svalutazioni prolungate la protezione offerta agli imprenditori nazionali finisce per indebolirne lo spirito competitivo, peggiorando le condizioni strutturali dalle quali dipende, in definitiva, il "vincolo"; e (b) perché i prezzi nazionali crescano sistematicamente in misura inferiore rispetto a quelli dei paesi competitori occorre o che l'economia nazionale sia in grado di produrre tassi di crescita della produttività del lavoro sistematicamente più elevati di quelli conseguiti dai concorrenti esteri, oppure che i percettori di reddito nazionali accettino che i loro redditi crescano in misura inferiore alla produttività, il che di solito produce conflitti distributivi, con conseguenze spesso negative sulla dinamica della produttività.

La soluzione più efficace al problema del "vincolo dei conti con l'estero" sarebbe probabilmente l'instaurazione e il sostegno di programmi di crescita economica su scala mondiale. Questo era l'obiettivo del piano di riforma del sistema monetario internazionale proposto da Keynes (1943) alla conferenza di Bretton Woods ma, come vedremo in dettaglio nel capitolo 8, questo piano non fu attuato.

Nel lungo periodo il vincolo che l'esigenza di mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti impone alla gestione delle politiche economiche nazionali opera quindi attraverso il terzo e il quarto dei fattori indicati nella formula (5.7.7). Possiamo espri-

⁹² Ad esempio, la svalutazione della lira ha permesso all'Italia di ovviare al deterioramento della posizione competitiva del suo apparato produttivo sui mercati internazionali durante i 20 anni che vanno dal 1975 al 1994, anche se in questo periodo il paese ha dovuto affrontare due crisi finanziarie abbastanza gravi, nel 1976 e nel biennio 1992-93.

merlo ipotizzando che il tasso di cambio reale rimanga invariato;⁹³ ciò permette di semplificare la (5.7.7) nella:

$$y_{bdp} = (\alpha/\mu) \cdot y_{rdm} \quad (5.7.8)$$

la quale indica che nel lungo periodo il tasso di crescita compatibile con il mantenimento dell'equilibrio esterno è uguale al rapporto tra l'elasticità delle esportazioni rispetto al tasso di crescita del PIL mondiale e l'elasticità delle importazioni rispetto al PIL nazionale moltiplicato per il tasso di crescita mondiale. Il rapporto (α/μ) è di fatto un indice della competitività internazionale del paese, in quanto misura il rapporto tra la crescita interna e la crescita del resto del mondo compatibile con il mantenimento dell'equilibrio esterno di lungo periodo: se esso è superiore ad 1 (il che significa che la competitività internazionale dell'economia nazionale sta aumentando) il paese potrà crescere a ritmi superiori al resto del mondo (ovviamente, sempre che la dotazione di risorse di cui dispone glielo consenta); se invece il rapporto è inferiore a 1 tale paese, se deve adeguarsi al vincolo di mantenere in equilibrio i conti con l'estero, dovrà accontentarsi di crescere ad un ritmo inferiore a quello del resto del mondo (tanto più inferiore quanto più basso è il rapporto) anche se, per ipotesi, la disponibilità di risorse produttive potrebbe permettergli di raggiungere tassi di crescita più elevati.

Se y_{bdp} è inferiore al tasso di crescita potenziale (cioè al tasso di crescita corrispondente al pieno impiego di tutte le risorse produttive disponibili) il "vincolo dei conti con l'estero" rischia di impedire al paese che vi è sottoposto di sfruttare tutte le possibilità di crescita di cui potrebbe disporre.

L'analisi del vincolo dei conti con l'estero va ad aggiungersi, completandola, all'analisi, che facemmo nel paragrafo 5.5, della "crescita tirata dalle esportazioni": l'opportunità che quest'ultima fornisce può essere sfruttata soltanto dai paesi che non debbono sottostare ad alcun vincolo dei conti con l'estero, e che godono, quindi, di un livello di competitività internazionale adeguato alle loro potenzialità di crescita. Come tali opportunità siano state concretamente gestite, quali vincoli le abbiano in molti casi impedito e quali problemi ne siano derivati per il buon funzionamento del sistema monetario internazionale sono le questioni che saranno esaminate a conclusione di questo studio, nel capitolo 8.

⁹³ Algebricamente ciò equivale a porre uguale a zero il secondo dei due termini riportati tra parentesi tonda nella (5.7.7).

6

Le politiche macroeconomiche in economia aperta

In questo capitolo studieremo dapprima i modelli che esaminano le politiche macroeconomiche di gestione della domanda aggregata in condizioni di economie aperte agli scambi, commerciali e finanziari, con l'estero, nonché i modi attraverso i quali i gestori delle politiche economiche cercano di perseguire contemporaneamente l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno e le difficoltà che debbono fronteggiare per raggiungere questo obiettivo nella situazione storica che si è venuta a determinare a seguito della globalizzazione. Tali difficoltà sono state così ampie che in molti paesi le politiche macroeconomiche tradizionali di stampo keynesiano – del tipo di quelle messe a punto negli anni trenta negli Stati Uniti e successivamente gestite in tutti i paesi sviluppati nel periodo che va dalla fine della seconda guerra mondiale alla metà degli anni settanta – sono state abbandonate e sostituite con politiche dell'offerta. Successivamente sarà presentato un modello che riassume le modalità di gestione delle politiche economiche dell'offerta e la loro applicazione come strumenti atti a sostenere processi di crescita “tirati dalle esportazioni”.

Per cominciare, è utile richiamare le conclusioni che furono raggiunte nel paragrafo 5.5 del precedente capitolo riguardo all'applicazione del modello del moltiplicatore del reddito in economia aperta. In tale sede si evidenziò la riduzione di efficacia che le politiche keynesiane di gestione della domanda aggregata hanno subito nella seconda metà del XX secolo a seguito, da un lato, della progressiva estensione della globalizzazione e, dall'altro, della crescita della presenza pubblica nella struttura economica dei paesi ricchi. Alla globalizzazione, intesa come progressivo passaggio delle dimensioni dei mercati dal livello nazionale al livello mondiale, non ha in effetti fatto seguito il passaggio delle politiche di gestione della domanda dalla dimensione nazionale alla dimensione mondiale, e questo ne ha ridotto inevitabilmente l'efficacia. D'altronde, una *governance* del ciclo economico su scala mondiale era probabilmente ben al di là dell'evoluzione politica che si è verificata in questo periodo storico. Si tratta di uno dei problemi insoluti che la recente crisi economica mondiale lascia in eredità ai gestori della politica mondiale per gli anni a venire.

A partire dal modello del moltiplicatore del reddito viene poi presentata, nel capitolo 6.1, una versione del modello IS-LM adatta ad esaminare il funzionamento congiunto del mercato delle merci e dei mercati finanziari in condizioni di economie aperte agli

scambi con l'estero. Questo modello è utile come premessa alla presentazione, svolta nel capitolo 6.2, della prima esposizione delle teorie che hanno studiato il modo in cui sono messe in atto le politiche economiche di sostegno della domanda nel breve periodo. I modelli che esaminarono a fondo questo problema furono elaborati all'inizio degli anni sessanta da Robert Mundell, che per questi contributi ottenne il premio Nobel nel 2000, e da Marcus Fleming. In essi veniva ipotizzata la presenza nei mercati dei cambi di aspettative anelastiche (o "statiche") sulla base delle quali gli operatori ritengono che i tassi di cambio possano modificarsi a seguito di variazioni che si verificano nei mercati internazionali ma, una volta modificatisi, non variano fintanto che le condizioni sottostanti permangono invariate, e non sono influenzati da modificazioni delle aspettative degli operatori. In questo modo il modello IS-LM fu esteso al caso di economie aperte agli scambi, reali e finanziari, internazionali - mantenendo l'ipotesi, tipica di tale modello che l'economia operi nel breve periodo, e che quindi i prezzi rimangano fissi - e venne esaminato il riaggiustamento verso l'equilibrio che si produce in presenza di condizioni di squilibrio.

Sarà poi affrontato il problema dei margini di intervento dei quali dispongono i *policy maker* nazionali per attuare politiche macroeconomiche di sostegno della domanda aggregata in condizioni di perfetta mobilità dei capitali finanziari nel breve periodo, rispettivamente in presenza di cambi fissi e di cambi flessibili. La conclusione di questa analisi è che in condizioni di cambi fissi la politica fiscale è assai più efficace che in economia chiusa come strumento in grado di spingere l'economia verso la piena occupazione, mentre la politica monetaria è totalmente inefficace; al contrario, in condizioni di cambi flessibili la politica monetaria è molto più efficace, come strumento di sostegno della piena occupazione, di quanto lo sia in condizioni di economia chiusa mentre la politica fiscale è totalmente inefficace.

I risultati ottenuti attraverso l'applicazione del modello di Mundell e Fleming vanno però qualificati, in quanto in entrambe le situazioni alla maggiore efficacia di breve periodo si affianca la possibilità che emergano distorsioni nel medio-lungo periodo: (a) in cambi fissi politiche fiscali espansive spingono le economie che le adottano verso la piena occupazione ma deteriorano l'equilibrio esterno, rendendo probabile il verificarsi di disavanzi di conto corrente, per il finanziamento dei quali il paese deve indebitarsi nei confronti con l'estero, e peggiorano l'equilibrio interno, in quanto con facilità producono aumento del disavanzo e del debito del settore pubblico. Quando ciò accada è probabile che disavanzo pubblico e disavanzo dei conti con l'estero si verifichino insieme. Per questi casi è stata coniata l'efficace, ancorché un poco forzata,¹ espressione di "disavanzi gemelli". (b) In cambi flessibili la politica monetaria espansiva rischia di produrre inflazione, in particolare se ad essa si accompagna, come spesso accade, deprezzamento della moneta nazionale, rischiando di innestare un pericoloso circolo vizioso tra inflazione e deprezzamento, per studiare il quale occorre però uscire dall'ipotesi di prezzi fissi, cosa che sarà fatta nel capitolo 7. Queste situazioni, che possono svilupparsi nel medio periodo come conseguenza di politiche espansive di successo nel breve periodo - in cambi fissi indebitamento verso l'estero, deterioramento della bilancia commerciale e aumento del debito pubblico; in cambi flessibili inflazione, de-

¹ In quanto è soltanto probabile, ma non è affatto scontato né teoricamente necessario che i due disavanzi si presentino insieme.

prezzamento e perdita di fiducia nelle possibilità di ripagare il debito estero - costituiscono spesso l'innescò di crisi valutarie e, attraverso i fenomeni di contagio, di crisi finanziarie internazionali, il cui esame è anch'esso rinviato al capitolo 7.

Da questa analisi, e da quella già svolta nel precedente capitolo esaminando il modello del moltiplicatore in economia aperta, emerge la conclusione che la globalizzazione finanziaria ha notevolmente ridotto l'efficacia delle politiche di sostegno e di stabilizzazione della domanda effettiva di derivazione keynesiana rispetto alla situazione nella quale esse avevano così bene funzionato per i circa 25 anni di operatività della versione originaria dell'accordo di Bretton Woods. Questo ha portato molti autori a ritenere che *performance* migliori potessero essere ottenute dai paesi i cui *policy maker* riescano a rendere il mercato del lavoro "flessibile", e quindi in grado di assorbire al meglio qualsiasi tipo di shock. Le politiche di "flessibilizzazione" del mercato del lavoro, insieme a tutte le altre misure che agiscono dal lato dell'offerta aggregata, sostituirebbero, secondo questa impostazione, le politiche di controllo della domanda, rese obsolete dalla globalizzazione e, come vedremo maggiormente in dettaglio nel capitolo 8, dall'evoluzione del sistema monetario internazionale. A conclusione del capitolo, nel paragrafo 6.3, viene presentato un modello dedicato all'esame di questa proposta di radicale modifica dell'impostazione dei programmi di politica economica indirizzati al contemporaneo raggiungimento degli equilibri esterno ed interno.

6.1 Il modello IS-LM in economia aperta

6.1.1 Introduzione

Questo paragrafo e il successivo sono dedicati allo studio delle politiche di gestione della domanda effettiva in economie aperte agli scambi con l'estero. A tal fine prende-

² Con il termine "domanda effettiva" Keynes designava la domanda di merci sostenuta dalla disponibilità finanziaria necessaria a soddisfarla. In questa impostazione non fanno parte della domanda effettiva, ad esempio, la domanda di beni che un disoccupato si riserva di esprimere quando riuscirà a trovare un posto di lavoro o la domanda di beni di investimento di un imprenditore che non disponga delle risorse finanziarie per effettuare un potenziale investimento né sia in grado di ottenerle in prestito (a partire dai lavori di Clower, 1964, e Leijonhufvud 1968, cap 2, questa porzione di domanda che si manifesterebbe se fossero soddisfatte le condizioni walrasiane di concorrenza perfetta e di informazione completa ma che non riesce ad esprimersi in presenza di squilibri causati da incapacità dei prezzi di riflettere tutte le informazioni rilevanti, viene definita "domanda nozionale"). Il concetto di domanda effettiva si differenzia da quello, maggiormente utilizzato nella letteratura recente, di "domanda aggregata" in quanto sottolinea con maggior forza la difficoltà per alcuni operatori di riuscire a reperire i mezzi finanziari necessari ad effettuare la spesa desiderata, anche quando essa sia economicamente vantaggiosa. Il concetto di "domanda effettiva" diventa decisivo nell'analisi delle situazioni in cui i meccanismi di mercato non riescono ad evitare il verificarsi di situazioni di equilibrio con disoccupazione involontaria (cfr. Vicarelli, 1989). Dato il carattere prettamente keynesiano del concetto di "domanda effettiva", nel prosieguo di questo volume esso sarà spesso sostituito dalla formulazione "domanda aggregata", più neutrale rispetto alla disputa tra le scuole keynesiana e neoclassica che caratterizza i dibattiti sul tema della macroeconomia, anche se in alcune situazioni tipicamente studiate dagli autori della scuola keynesiana non abbiamo potuto fare a meno di ricorrervi. Abbiamo voluto richiamarlo

remo le mosse dall'esame del modello IS-LM, solitamente studiato in tutti i corsi introduttivi di macroeconomia, estendendone la tradizionale versione da economia chiusa agli scambi, commerciali e finanziari, con l'estero (che sarà comunque riesaminata nel paragrafo 6.1.2) all'analisi dell'economia aperta a tali scambi (che sarà esposta nel paragrafo 6.1.3) limitatamente al breve periodo (con prezzi fissi e condizioni di offerta date, il che implica, in particolare, assenza di progresso tecnico) valutandone (nel paragrafo 6.1.4) le caratteristiche di esistenza, stabilità e unicità dell'equilibrio. Queste ipotesi semplificatrici saranno via via eliminate nei successivi paragrafi man mano che sarà approfondita l'analisi delle politiche di sostegno della domanda in economia aperta.

6.1.2 Il modello IS-LM in economie aperte agli scambi commerciali con l'estero ma chiuse agli scambi finanziari internazionali

Il modello del moltiplicatore, presentato all'inizio del paragrafo 5.5, corrisponde alla formulazione originaria di Keynes. Tale modello è incentrato sulla distinzione tra spese "indotte", cioè dipendenti, dalle variazioni del reddito (la maggior parte dei consumi di beni nazionali; la quota dei beni importati sostituibili con beni nazionali e una parte degli investimenti) e spese "autonome" rispetto al reddito nazionale (un'ampia quota degli investimenti, una, di solito piccola, quota dei consumi, tutta la spesa pubblica e tutte le esportazioni, che dipendono dal livello del reddito del resto del mondo). Nella formulazione originaria di Keynes il mercato dei beni può essere esaminato autonomamente, in quanto il modello può essere ricondotto ad una sola equazione (come la 5.5.7 o la 5.5.9 del paragrafo 5.5) che contiene una sola incognita (il reddito reale, determinato dalla soluzione dell'equazione una volta conosciuti i valori delle variabili esogene e dei coefficienti inclusi nel moltiplicatore).

Nel modello IS-LM, invece, gli investimenti dipendono, con segno negativo, dal tasso di interesse reale, che nel breve periodo non si distingue dal tasso di interesse nominale, non potendosi verificare variazioni dei prezzi. Con questo cambiamento John, poi sir, Hicks (1937) solo pochi mesi dopo la pubblicazione della *Teoria Generale* di Keynes (1936) iniziò ad elaborare un modello in grado di includere come casi speciali sia il modello macroeconomico prekeynesiano basato sulla teoria quantitativa della moneta sia il modello all'epoca appena elaborato da Keynes, dando origine alla cosiddetta "sintesi neoclassica". Sul piano analitico questo modello ripristinava la possibilità che il mercato della moneta potesse esercitare un effetto sulla domanda effettiva, facendola crescere al ridursi del tasso di interesse reale (possibilità che svolgeva un

introducendo questo capitolo per sottolineare come tali dibattiti, per quanto non siano spesso posti al centro dell'attenzione negli studi di economia internazionale, continuano ad assumere un ruolo cruciale non solo nello studio delle politiche macroeconomiche ma anche quando si contrappongono visioni differenti riguardo al funzionamento dei mercati finanziari internazionali, oppure vengano formulati progetti diversi di modificazione del sistema monetario internazionale o ancora si esaminino gli effetti reali dei processi di deflazione indotti dalla crisi finanziaria.

³ Che è comunque condizionata dalla possibilità di finanziare il debito pubblico esistente, e che quindi non è totalmente esogena, almeno nel medio-lungo periodo, nella misura in cui tale possibilità è tenuta in conto dai *policy maker* nelle loro decisioni.

ruolo di grande rilievo nella macroeconomia prekeynesiana e che Keynes tendeva a ridimensionare, se non ad escludere del tutto).

Il modello IS-LM può essere riformulato nel modo seguente, estendendo il contributo originale di Hicks in direzioni che sono state sviluppate dalla letteratura successiva:

$$C = c_1 \cdot (Y - T) - c_2 \cdot i + \bar{C} \quad (6.1.1a)$$

$$I = d_1 \cdot Y - d_2 \cdot i + \bar{I} \quad (6.1.1b)$$

$$G = \bar{G} \quad (6.1.1c)$$

$$T = t \cdot Y \quad (6.1.1d)$$

$$X = [\bar{X} - x_e \cdot \varepsilon] \quad (6.1.1e)$$

$$M = \bar{M} + m \cdot Y + imp_e \cdot \varepsilon \quad (6.1.1f)$$

Rispetto al modello esposto nel capitolo precedente (paragrafo 5.5) in questa formulazione sia i consumi sia gli investimenti dipendono, con segno negativo (e con reattività misurate, rispettivamente, dai coefficienti c_2 e d_2) dal tasso di interesse, i ; le esportazioni sono funzione del tasso di cambio reale (un eventuale deprezzamento del tasso di cambio reale fa crescere le esportazioni, mentre un apprezzamento le riduce; x_e indica la reattività delle esportazioni rispetto al tasso di cambio reale, che è misurata dal rapporto tra la variazione delle esportazioni e la variazione del tasso di cambio reale) e del reddito estero (questo legame è incluso, sia pure solo implicitamente, nella valutazione della componente esogena delle esportazioni); le importazioni, infine, sono funzione, oltre che del reddito nazionale, come già avveniva nel modello presentato nel capitolo cinque, anche del tasso di cambio reale (l'apprezzamento del tasso di cambio reale le fa aumentare e il deprezzamento le fa diminuire; imp_e indica la reattività delle importazioni rispetto al tasso di cambio reale, misurata dal rapporto tra la variazione delle importazioni e la variazione del tasso di cambio reale). La soluzione di equilibrio del mercato dei beni è in questo caso la seguente:

$$Y = \frac{1}{1 - d_1 - c_1(1 - t) + m} [\bar{C} - c_2 \cdot i + \bar{I} - d_2 \cdot i + \bar{G} + \bar{X} - x_e \cdot \varepsilon - \bar{IMP} + imp_e \cdot \varepsilon] \quad (6.1.2)$$

L'equazione (6.1.2) rappresenta l'estensione della curva IS all'economia aperta, sotto le condizioni sopra descritte. Si noti che in economia aperta essa è più inclinata di quanto sarebbe in economia chiusa, perché il moltiplicatore è più piccolo di quanto sarebbe in economia chiusa (in quanto ogni aumento del reddito fa crescere anche le importazioni)⁴ e spostata sulla destra rispetto a quanto accadrebbe in economia chiusa, a causa della presenza di una spesa autonoma in più, le esportazioni. Essa indica che il reddito di equilibrio dipende, come in tutti i modelli basati sul principio del moltiplicatore del reddito, dal valore del moltiplicatore e dall'ammontare delle spese autonome; a differenza degli analoghi modelli presentati nel capitolo 5, ora gli investimenti non sono più del tutto esogeni (in quanto dipendono dal tasso di interesse, oltre che, sia pure in misura limitata, dal reddito) mentre le esportazioni e le importazioni dipendono dal tasso di cambio reale. Per stabilire il livello del reddito reale di equilibrio occorre quindi determinare anche queste due variabili; ciò è possibile, come vedremo tra poco, affiancando all'analisi del mercato dei beni lo studio del mercato della moneta e del mercato del cambio.

Prendiamo le mosse dall'analisi del mercato dei beni. In esso l'equilibrio può essere raggiunto da tutte le infinite coppie di valori del reddito reale e del tasso di interesse reale che risolvono l'equazione 6.1.2 (trattando, per ora ϵ come una ulteriore variabile esogena). In un diagramma cartesiano nel quale siano misurate sull'asse orizzontale, delle ascisse, il reddito reale e sull'asse, verticale, delle ordinate, il tasso di interesse tali punti si dispongono lungo una curva - denominata appunto curva IS - discendente, ad indicare che la riduzione del tasso di interesse, facendo aumentare gli investimenti (e un pochino anche i consumi) conduce all'aumento del reddito. Tale curva è riportata più avanti nel grafico 6.1.1, che sintetizza il funzionamento del modello IS-LM. Si noti che essa ha una pendenza crescente al crescere del valore del moltiplicatore⁵ (dal punto di vista della costruzione grafica la curva diventa più piatta) e decrescente al decrescere dell'elasticità degli investimenti rispetto al tasso di interesse⁶ (la curva diventa meno piatta). Si noti, inoltre, che la curva IS si sposta verso destra per ogni aumento di un elemento autonomo di spesa (incluse le esportazioni) e verso sinistra per ogni riduzione degli elementi autonomi di spesa e ogni aumento delle importazioni di tipo "esoge-

⁴ Ipotizzando, ovviamente, che tutti gli altri coefficienti siano uguali.

⁵ Essendo, come si è visto nel capitolo cinque, il valore del moltiplicatore più basso in economia aperta che in economia chiusa, la curva IS assume una pendenza minore in economia aperta di quanto sarebbe in economia chiusa per i medesimi valori delle propensioni al consumo e all'investimento.

⁶ Al limite, nel caso ipotizzato da Keynes in cui gli investimenti non dipendono affatto dal tasso di interesse la curva IS si presenterà come una curva verticale nel punto corrispondente alla soluzione del semplice modello del moltiplicatore, indicata dall'equazione 5.5.7 del paragrafo 5.5.

⁷ Lo spostamento, determinato dall'aumento della spesa autonoma incrementato dell'effetto del moltiplicatore, può essere misurato differenziando l'equazione 5.5.7 rispetto alla spesa autonoma della quale si ipotizzi la variazione; in particolare, quando si esaminino gli effetti sul reddito della politica fiscale, le variazioni prese in considerazione sono l'aumento della spesa pubblica e la riduzione delle imposte nel caso si ipotizzi l'effettuazione di una politica fiscale espansiva e l'aumento della tassazione o la riduzione della spesa pubblica, nel caso si ipotizzi una politica fiscale restrittiva.

no”, non determinato, cioè, dall’aumento del reddito. Infine, gli equilibri descritti dalla curva IS sono “stabili”, in quanto tutti i punti che si trovano alla destra della curva medesima sono caratterizzati da livelli di offerta aggregata superiori a quelli della domanda aggregata (si tratta quindi di situazioni di “eccesso di offerta di beni”) e tutti quelli che si trovano a sinistra della curva IS sono caratterizzati da eccessi di domanda di beni. Ipotizzando - come è comune nel modello del moltiplicatore dal quale la curva IS deriva - che le imprese nel breve periodo, non potendo agire sui prezzi ma potendo variare la quantità prodotta, reagiscano a situazioni di eccesso di offerta di beni riducendo la produzione e a situazioni di eccesso di domanda di beni aumentandola, un sistema economico, che inizialmente si trovi in posizione di squilibrio, tenderà a muoversi in direzione orizzontale verso un punto di equilibrio sulla curva.

Per determinare quale tra gli infiniti punti di equilibrio sul mercato dei beni sulla curva IS sia quello compatibile con l’equilibrio nel mercato della moneta, va esaminato come si determina quest’ultimo. La condizione di equilibrio del mercato della moneta corrisponde alla situazione nella quale l’offerta di moneta (M^s , esogena) eguaglia la domanda di moneta (M^d), che è funzione positiva del livello del reddito e funzione negativa del livello del tasso di interesse:

$$M^s = L_0 + l_1 Y - l_2 i \quad (6.1.3)^8$$

I coefficienti l_1 e l_2 misurano, rispettivamente, la reattività della domanda di moneta rispetto al tasso di interesse. L_0 è la domanda di moneta che non dipende né dal reddito né dal tasso di interesse.⁹ Anche in questo caso non esiste un solo equilibrio ma un’infinità di punti di equilibrio, corrispondenti ad altrettante combinazioni di Y e di i . Tali punti di equilibrio si dispongono lungo una curva, denominata appunto curva LM. Seguendo l’impostazione originaria di Hicks, è utile concepire la curva LM come la somma di tre segmenti: (a) un primo segmento, orizzontale, che indica la situazione, successivamente definita “trappola della liquidità”: essa si verifica quando, a causa del basso livello del tasso di interesse, al quale corrisponde un livello dei prezzi dei titoli finanziari ritenuto “troppo” elevato e quindi destinato a scendere, i possessori di ricchezza non acquistano titoli finanziari, temendo che il loro prezzo possa cadere in futuro; in tal caso il tasso di interesse sui titoli finanziari rimane basso e la moneta è dete-

⁸ A differenza della curva IS, la curva LM in economia aperta non differisce affatto dalla curva LM in economia chiusa (l’equazione 6.1.3 la descrive esattamente come la si descriverebbe in assenza di transazioni con l’estero). Essa esprime le condizioni che spingono i possessori di ricchezza finanziaria a scegliere tra detenerla sotto forma di moneta o sotto forma di attività finanziaria, prescindendo dal fatto che le attività finanziarie prescelte siano denominate in moneta nazionale o siano denominate in una valuta estera (gli elementi che conducono a quest’ultima decisione sono stati presentati in forma intuitiva nel paragrafo 5.3 e saranno ripresi in considerazione e sviluppati nel capitolo 7.

⁹ Per fare un solo esempio, la domanda di moneta di tipo “precauzionale”, detenuta nel caso in cui gli operatori ritengano di dover in futuro far fronte ad acquisti non programmati o a spese impreviste.

nuta soltanto per acquistare merci (motivo delle transazioni)¹⁰. (b) Il segmento centrale, che è quello solitamente esaminato nei manuali, è crescente, ad indicare che, a parità di offerta di moneta, un aumento del reddito fa crescere la domanda di moneta (ancora per il motivo delle transazioni) e che l'eccesso di domanda di moneta che così si determina fa aumentare il tasso di interesse, riducendo la domanda di moneta per scopi speculativi (la definizione di "domanda di moneta per scopi speculativi è riportata nella successiva nota 12, per ora ci basta ricordare che si tratta della domanda di moneta dipendente dal tasso di interesse) e riportando in equilibrio il mercato. Nel corso di questo processo di riaggiustamento il reddito reale e il tasso di interesse si muovono nella medesima direzione; questo spiega l'andamento crescente della curva.¹¹ (c) Quando tutta la ricchezza finanziaria esistente nell'economia è impiegata o nell'acquisto di merci o nella detenzione di titoli, la curva LM assume un andamento verticale, ad indicare che l'aumento del tasso di interesse non riesce più ad indirizzare moneta verso il mercato dei titoli, in quanto già tutta la moneta che non è impiegata nell'acquisto di merci è investita in titoli.¹²

La curva LM si sposterà verso il basso all'aumentare dell'offerta di moneta¹³ e verso l'alto al suo diminuire. Anch'essa è stabile, in quanto ogni posizione al di sopra di essa è caratterizzata da eccesso di offerta rispetto alla domanda di moneta,¹⁴ e tale situazione

¹⁰ In questo segmento della curva LM il modello IS-LM fornisce risultati identici al modello del moltiplicatore keynesiano - variazioni di un qualsiasi elemento esogeno della domanda aggregata fanno variare il reddito nella medesima direzione e nella misura prevista dal moltiplicatore del reddito - senza che abbia luogo alcuna variazione del tasso di interesse.

¹¹ In questo segmento della curva LM variazioni esogene della domanda fanno variare sia il tasso di interesse sia il reddito, quest'ultimo nella stessa direzione ma in misura inferiore a quella prevista dal modello del moltiplicatore. In questo caso l'aumento di un elemento esogeno della domanda, ad esempio la spesa pubblica, provocherà, attraverso l'aumento del tasso di interesse, una riduzione, di dimensioni più limitate, degli investimenti privati. Si parla in tal caso di "spiazzamento" degli investimenti ad opera della politica fiscale espansiva. Di esso ci occuperemo in maggior dettaglio più avanti in questo capitolo trattando delle misure di politica economica esaminate attraverso il modello IS-LM.

¹² In questo segmento della curva LM eventuali variazioni delle spese autonome non avranno alcun effetto sul reddito ma faranno soltanto aumentare il tasso di interesse. Ad esempio, un aumento della spesa pubblica provocherà un aumento del tasso di interesse di dimensioni sufficienti a far ridurre gli investimenti in misura uguale all'aumento della spesa pubblica. Si dice, in questo caso, che l'aumento della spesa pubblica ha totalmente "spiazzato" gli investimenti privati.

¹³ Senza peraltro mai scendere al di sotto del valore corrispondente al tratto orizzontale definito dalla "trappola della liquidità".

¹⁴ E' relativamente facile rendersi conto di ciò. Si faccia riferimento ad un punto che si trovi al di sopra della LM e che quindi configuri una situazione di non equilibrio. Muovendosi in verticale, al di sotto di esso troveremo un punto sulla LM. I due punti così definiti saranno caratterizzati dal medesimo ammontare di offerta di moneta e dal medesimo ammontare della quota di domanda di moneta dipendente dal reddito ("domanda di moneta per lo scopo delle transazioni", utilizzata per l'acquisto di merci). L'unica differenza tra le due situazioni delineate dai due punti consiste nel fatto che nella situazione di non equilibrio configurata dal punto che si trova al di sopra della LM il tasso di interesse è superiore rispetto alla situazione di equilibrio sottostante. Poiché la domanda di moneta è funzione decrescente del tasso di interesse, il punto di non equilibrio sovrastante la curva LM sarà caratterizzato da un livello di domanda di moneta funzione del tasso di interesse ("domanda di moneta per scopi speculativi", che corrisponde a

spinge alla riduzione del tasso di interesse;¹⁵ il contrario ha luogo riguardo ai punti che si trovano al di sotto della LM, caratterizzati da eccesso di domanda di moneta che spinge il tasso di interesse verso l'alto.

Nel grafico 6.1.1 sono riportate tanto la curva IS quanto la curva LM. L'equilibrio completo si trova nel punto di intersezione tra le due curve, in quanto tale punto configura l'unica coppia di valori del reddito reale e del tasso di interesse in grado di produrre contemporaneamente equilibrio nel mercato dei beni e nel mercato della moneta; ad esso si estende la proprietà di essere stabile, che, come si è appena visto, caratterizza tanto la curva IS quanto la curva LM. (In questo e nei grafici che seguono indicheremo i punti di equilibrio con lettere minuscole, usando di solito la lettera *e* per far riferimento a punti di equilibrio, per distinguerli dalle denominazioni delle curve, indicati con una coppia di lettere maiuscole). Si noti che in questo e nei capitoli che seguono la nozione di equilibrio interno non corrisponde a quella esposta nel capitolo 5, in quanto là ci si riferiva alla situazione di equilibrio con piena occupazione delle risorse che, come si vedrà meglio nel prosieguo di questa analisi, rappresenta la situazione limite alla quale i *policy maker* cercano di condurre l'economia tra le tante situazioni nelle quali i mercati nazionali sono in equilibrio ma le risorse nazionali non sono necessariamente occupate pienamente. Questi equilibri sono comunque stabili, in quanto al di fuori di essi operano le tendenze già studiate separatamente descrivendo la stabilità delle curve IS ed LM, che sono indicate nel grafico sotto forma di frecce con la punta rivolta nella direzione dell'aggiustamento verso il punto *e*.

quella quota della propria ricchezza che i possessori vorrebbero investire nell'acquisto di titoli finanziari ma che detengono in forma monetaria, magari solo temporaneamente, in quanto reputano che il tasso di interesse sia troppo basso, e il prezzo di azioni e obbligazioni troppo alto, per spingerli ad attuare un investimento finanziario fruttifero) più ridotta della domanda di moneta "speculativa" corrispondente al punto verticalmente inferiore sulla LM. Si avrà quindi una situazione di eccesso di offerta sulla domanda di moneta.

¹⁵ L'eccesso di moneta viene speso da chi lo possiede nell'acquisto di titoli finanziari, il prezzo di questi ultimi aumenta e il tasso di interesse, che, come è noto, si muove nella direzione opposta ad esso, si riduce.

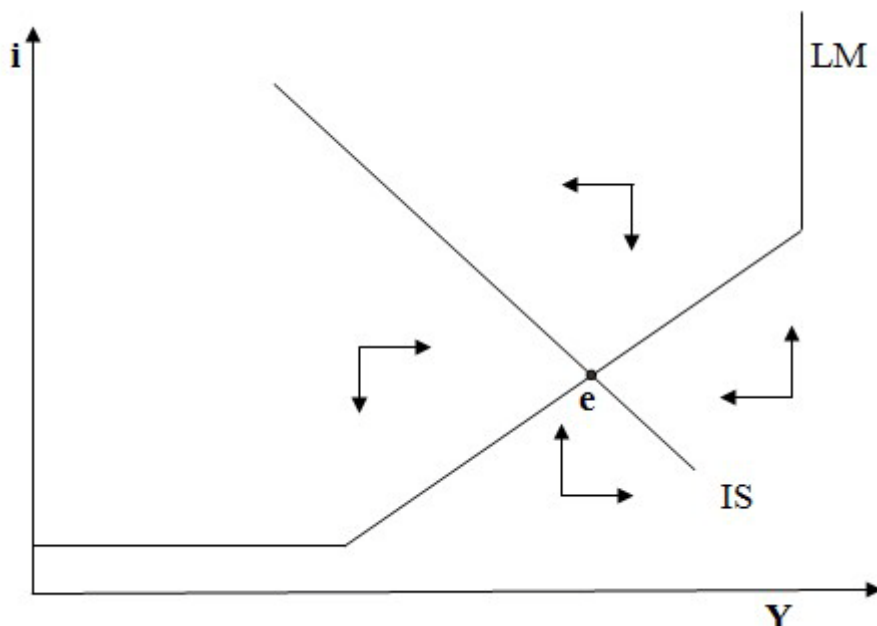


Grafico 6.1.1: Aggiustamento verso l'equilibrio nel modello IS-LM in economia chiusa.

A partire dal grafico 6.1.1 è possibile non soltanto individuare il punto di equilibrio ma anche esaminarne le caratteristiche. Considerando che a bassissimi livelli di reddito la curva LM necessariamente parte da livelli di interesse piuttosto bassi,¹⁶ mentre la curva IS è assai probabile che inizi da livelli di interesse piuttosto elevati,¹⁷ e considerando che le due curve hanno andamenti monotoni - crescente, almeno a partire dal punto in cui termina la “trappola della liquidità”, la LM e decrescente la IS – l'esistenza e l'unicità dell'equilibrio risultano evidenti dal grafico e vanno ad aggiungersi alla proprietà di stabilità sopra richiamata, garantendo così che, quale che sia la posizione iniziale, le reazioni dei mercati spingeranno l'economia a raggiungere un equilibrio macroeconomico in corrispondenza del punto e.

Il modello IS-LM è utile soprattutto per esaminare le alternative di politica economica che i *policy makers* sono chiamati a fronteggiare. Richiamiamo ora sinteticamente il modo in cui opera la politica economica in economia chiusa, rimandando al prossimo paragrafo l'analisi del medesimo problema in economia aperta.

¹⁶ In quanto, in presenza di un livello di offerta di moneta dato, la domanda di moneta è bassa a causa del basso livello di reddito, ed è quindi facile, e poco costoso, a coloro che la richiedono, procurarsela.

¹⁷ A bassi livelli del reddito i progetti di investimento attuati sono pochi; è ovvio che gli investitori si concentreranno, quindi, su quelli in grado di fornire i rendimenti più elevati.

Si ipotizzi la situazione descritta dal grafico 6.1.2. L'economia del paese che stiamo esaminando si trova inizialmente in equilibrio nel punto e , con un livello del reddito ben al di sotto del reddito di piena occupazione. Nel punto e si ha una situazione di equilibrio su entrambi i mercati: la domanda aggregata eguaglia l'offerta aggregata di merci e la domanda di moneta eguaglia l'offerta di moneta; gli operatori privati non hanno, quindi, alcun incentivo a muoversi da tale situazione. Si tratta però di un equilibrio poco soddisfacente sul piano della politica economica, in quanto l'economia produce meno di quanto potrebbe produrre impiegando tutte le risorse delle quali dispone. I *policy maker* nazionali possono allora intervenire, ripristinando l'equilibrio interno corrispondente alla piena occupazione delle risorse, in tre modi:

- attuando una politica fiscale espansiva, consistente nell'aumento della spesa pubblica o nella riduzione delle imposte, in modo da spostare la curva IS dalla posizione IS_0 alla posizione IS_1 ; l'equilibrio si sposta dal punto e_0 al punto e_1^f , ad un livello del reddito corrispondente al pieno impiego delle risorse disponibili ma ad un livello del tasso di interesse molto superiore a quello di partenza. L'aumento del tasso di interesse riduce gli investimenti privati e ridimensiona l'effetto dell'intervento pubblico. In assenza dell'aumento del tasso di interesse l'ammontare di spesa pubblica necessario a ripristinare la piena occupazione sarebbe inferiore (corrisponderebbe ad un effetto del moltiplicatore del reddito pari alla distanza orizzontale tra e_0 ed e_2); a causa dell'aumento del tasso di interesse,¹⁸ invece, l'ammontare di spesa pubblica deve essere superiore all'ammontare calcolato sulla base del modello del moltiplicatore (in modo da dar luogo ad un aumento corrispondente al segmento e_2-s) per compensare la caduta degli investimenti privati. Il segmento e_2-s misura lo "spiazzamento" degli investimenti privati ad opera della spesa pubblica). Lo spiazzamento degli investimenti privati è considerato un elemento di potenziale squilibrio da molti economisti, in quanto rischia di ridurre il tasso di innovazione tecnologica dell'economia e di provocare, nel medio-lungo periodo, riduzione del tasso di crescita della produttività dell'apparato produttivo nazionale.
- Per i motivi appena citati si ritiene spesso che una politica monetaria espansiva sia nel medio periodo più efficace. Essa opera attraverso l'aumento dell'offerta di moneta: la curva LM si sposta dall'iniziale posizione LM_0 alla posizione LM_1 , facendo decrescere il tasso di interesse e spingendo così gli investimenti privati ad aumentare (graficamente ciò è indicato dallo spostamento lungo la curva IS_0 dal punto e_0 al punto e_1^m) e a determinare l'aumento del reddito fino a raggiungere il punto di piena occupazione.
- Una terza alternativa di politica economica è quella di accompagnare alla politica fiscale espansiva una politica monetaria "accomodante", che eviti l'aumento del tasso di interesse e lo spiazzamento degli investimenti privati. Ciò è descritto nel grafico dall'attuazione di una politica fiscale espansiva, spo-

¹⁸ L'aumento del tasso di interesse ha un altro effetto negativo sull'equilibrio interno, in quanto fa crescere l'ammontare della cifra che lo Stato deve pagare sul debito pubblico ("servizio del debito") peggiorando, nel medio-lungo periodo, il disavanzo pubblico e, nella misura in cui i titoli del debito pubblico sono posseduti da operatori stranieri, anche il disavanzo con l'estero.

stamento dalla IS_0 alla IS_2 , accompagnata da una politica monetaria espansiva, la LM passa da LM_0 a LM_2 , che provoca un aumento del reddito, corrispondente al segmento orizzontale e_0-e_2 , permettendo all'economia di raggiungere la piena occupazione a tasso di interesse invariato.

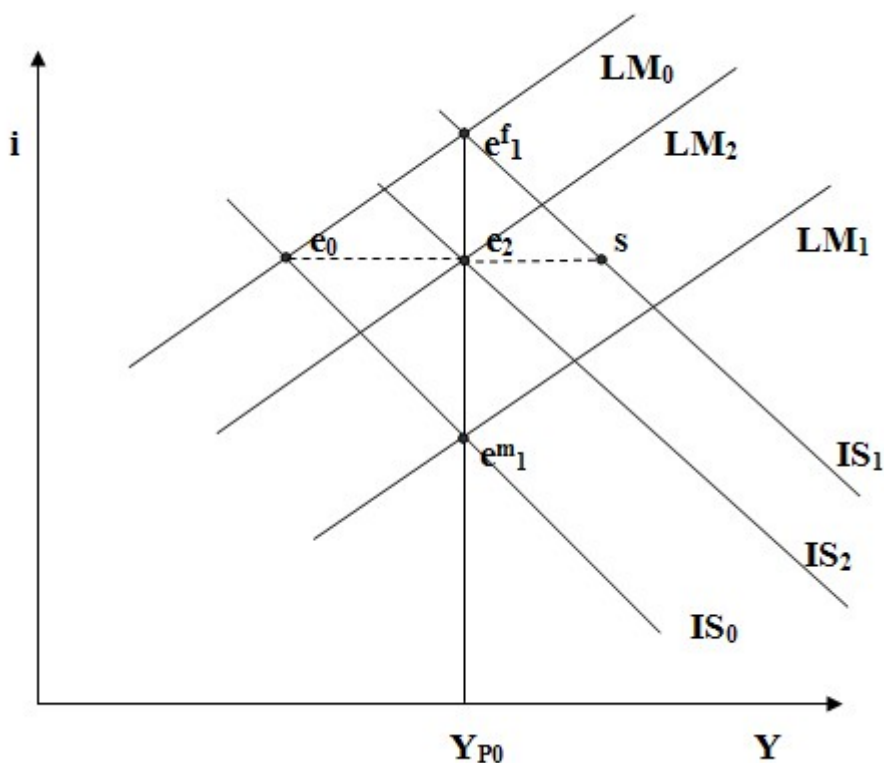


Grafico 6.1.2: Politica monetaria e politica fiscale nel modello IS-LM in economia chiusa.

6.1.3 Il modello IS-LM in presenza di scambi finanziari con il resto del mondo

In economia aperta, all'analisi dell'equilibrio interno (che abbiamo svolto nel paragrafo precedente in modo da tenere comunque presente l'effetto che gli scambi commerciali con l'estero esercitano sull'equilibrio interno) va affiancata l'analisi dell'equilibrio esterno. Per far ciò occorrerà approfondire l'analisi dei canali attraverso i quali i rapporti con l'estero influenzano i mercati, reali e finanziari, nazionali; canali che sono stati già indicati, sia pure per sommi capi, nel capitolo 5.

In tale sede si è già visto che l'equilibrio con l'estero si configura in due modi differenti a seconda che ci si ponga in una prospettiva di breve o in una di lungo periodo.

Nel breve periodo l'equilibrio esterno richiede semplicemente che il saldo economico della bilancia dei pagamenti - pari alla differenza tra incassi provenienti dall'estero e pagamenti effettuati all'estero al netto degli interventi della banca centrale sulle riserve ufficiali - sia pari a 0. Ciò implica, riprendendo la formulazione già elaborata nel paragrafo 5.2, che si abbia:

$$\text{Saldo } C_{\text{corrente}} + \text{Saldo } C_{\text{capitale}} + \text{Saldo } C_{\text{fin. privati}} = 0 \quad (5.2)$$

L'equilibrio di breve periodo può però dare luogo a situazioni non sostenibili nel lungo periodo. In particolare, l'equazione (5.2) potrebbe essere soddisfatta da saldi del conto corrente negativi compensati da saldi del conto finanziario positivi. In tal caso ci si troverebbe nella situazione di un paese che prende a prestito dall'estero¹⁹ per poter acquistare dal resto del mondo merci o titoli finanziari di valore superiore a quello dei beni e dei titoli che riesce a vendere all'estero. Questa situazione non è sostenibile nel lungo periodo per la semplice ragione che i debiti vanno rimborsati.²⁰ Cercheremo ora di individuare le tendenze che si mettono in moto quando l'equilibrio esterno non è soddisfatto e quando equilibrio interno ed equilibrio esterno non coincidono. Per far ciò, cominciamo a valutare gli elementi che incidono sul saldo delle differenti sezioni della bilancia dei pagamenti:

$$\begin{aligned} \text{Saldo } C_{\text{corrente}} (\varepsilon; Y_{\text{naz.}}; Y_{\text{RdM}}; \text{Debito verso l'estero}; i_{\text{mondiale}}) + \text{Saldo } C_{\text{capitale e conto fin.}} \\ \text{privati} (\varepsilon^{\text{atteso}}; i_{\text{nazionale}}; i_{\text{mondiale}}) = 0 \quad (6.1.4) \end{aligned}$$

Il saldo del conto corrente migliora quando il tasso di cambio reale, ε , si deprezza (sempre che, come si ipotizza qui e nel prosieguo di questo capitolo, la condizione di Marshall e Lerner sia soddisfatta); peggiora (in quanto cresce la quantità di importazioni) se aumenta il reddito nazionale; migliora se aumenta il reddito del resto del mondo (in quanto aumentano le esportazioni); peggiora se il paese si indebita verso l'estero e se cresce il costo del prendere a prestito sui mercati finanziari mondiali (misurato dal tasso di interesse mondiale) in quanto aumenta il "servizio del debito" (interessi pagati per rinnovare il debito con l'estero alla scadenza). Il saldo del conto capitale e del conto finanziario relativo agli operatori privati dipende invece dal tasso di cambio reale atteso (che in questo capitolo, per semplicità, supporremo rimanga fisso) e dai tassi di interesse nazionale ed estero (in quanto i capitali finanziari tendono a spostarsi verso i mercati finanziari dei paesi che garantiscono tassi di interesse più elevati a parità di rischio, dirigendosi, quindi, verso il paese che stiamo esaminando se il tasso di interesse nazionale aumenta o il tasso di interesse mondiale si riduce, e tendono ad uscirne se il tasso di interesse nazionale si riduce o il tasso di interesse mondiale aumenta).

¹⁹ Si ricordi che un saldo positivo del conto finanziario indica che il paese si sta indebitando nei confronti dell'estero.

²⁰ Si vedrà nel capitolo 7 che questo "vincolo" svolge un ruolo decisivo, agendo sulle aspettative degli operatori nel determinare il modo in cui l'equilibrio di lungo periodo viene ripristinato.

Nell'elenco delle molte variabili che incidono sull'equilibrio della bilancia dei pagamenti sono inclusi il tasso di interesse e il livello del reddito nazionale. L'equilibrio esterno può quindi essere rappresentato nel grafico già utilizzato per sintetizzare il modello IS-LM. Chiameremo BB la curva che lo rappresenta. In condizioni normali tale curva assume un andamento crescente (così la rappresentiamo nel grafico 6.1.3). Per comprendere il motivo di questo andamento, si ipotizzi una situazione di equilibrio esterno, alla quale corrispondono dei valori del tasso di interesse e del reddito nominale adeguati a produrre la situazione di equilibrio esterno (tale situazione di partenza è indicata nel grafico 6.1.3 come punto α). Si ipotizzi poi che il reddito del paese che stiamo esaminando aumenti. Ciò farà crescere le importazioni. A parità di tasso di interesse la bilancia dei pagamenti si troverebbe in disavanzo. Se però il tasso di interesse nazionale aumenta e ciò produce un afflusso di capitale finanziario dall'estero, l'equilibrio esterno può essere ripristinato in un punto, indicato nel grafico come punto β , caratterizzato da livelli di reddito e di tasso di interesse più elevati rispetto alla situazione iniziale. La curva BB collega i due punti α e β e tutti gli altri nei quali si verifica l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. La pendenza della curva BB dipenderà dall'elasticità relativa delle importazioni al variare del reddito nazionale e dei movimenti di capitale finanziario al variare del tasso di interesse: tanto più ridotta sarà la prima, e tanto più elevata sarà la seconda, tanto più piatta apparirà la curva. Tutti gli altri elementi che influenzano la curva BB – e che sono elencati nell'equazione 6.1.4 – ne potranno determinare spostamenti; in particolare, il deprezzamento del tasso di cambio provocherà lo spostamento della curva verso il basso: a parità di tasso di interesse – e, quindi, a parità di saldo della bilancia dei conti capitale e finanziario – il deprezzamento migliora la posizione delle merci nazionali sui mercati mondiali e determina un saldo delle partite correnti più elevato. Come ulteriore esempio, si può valutare l'effetto prodotto da un aumento del tasso di interesse mondiale: a parità delle altre condizioni, e, in particolare, del livello del tasso di interesse nazionale, il saldo del conto corrente peggiorerà, in quanto l'aumento del tasso di interesse mondiale aumenta il peso del pagamento degli interessi sul debito estero, così come peggiora il saldo dei conti patrimoniale e finanziario, in quanto aumenta la convenienza degli investitori finanziari ad acquistare titoli esteri piuttosto che titoli nazionali e, a parità di tutte le altre condizioni, la curva BB si sposterà verso sinistra.

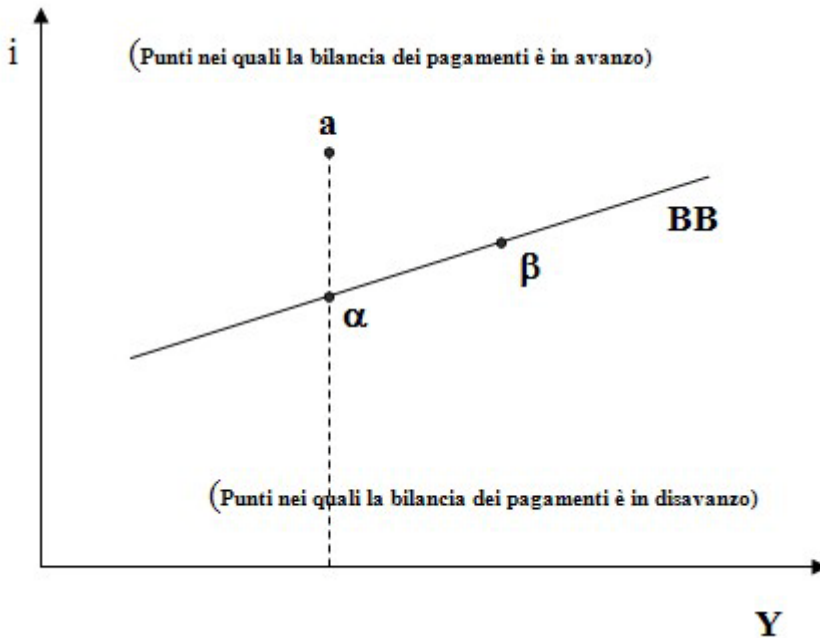


Grafico 6.1.3: L'equilibrio esterno.

È possibile anche configurare due situazioni estreme, nelle quali: (a) i capitali finanziari sono totalmente immobili, nel senso che non è possibile trasferirli da un paese all'altro. In questo caso la curva BB diventa una retta verticale situata al livello del reddito al quale corrisponde un valore delle importazioni che eguaglia il valore delle esportazioni. Questo livello del reddito costituisce la versione statica del "vincolo della bilancia dei pagamenti", che è stato definito e studiato nel paragrafo 5.7 in forma dinamica: ogni livello del reddito ad esso superiore comporta un disavanzo dei conti con l'estero; mentre a livelli del reddito ad esso inferiori corrisponde un avanzo della bilancia dei pagamenti. (b) All'estremo opposto è possibile configurare una situazione di "perfetta mobilità dei capitali finanziari": non appena il tasso di interesse nazionale si allontana dal tasso di interesse mondiale si verificano movimenti di capitale di dimensioni potenziali enormi che ripristinano l'equilibrio di breve periodo ad un livello del tasso di interesse nazionale pari a quello del tasso di interesse mondiale. In tal caso la curva BB assume un andamento orizzontale.

6.1.4 *Stabilità e riaggiustamento del modello IS-LM in economia aperta*

Sinora abbiamo individuato due caratteristiche della curva BB analoghe a quelle già esaminate nelle curve IS ed LM : gli equilibri che essa configura esistono e sono molteplici. Valutiamo ora se tali equilibri sono anche stabili, esaminando cosa accade al di

fuori dell'equilibrio. Si ipotizzi, ad esempio, che ci si trovi nella situazione descritta dal punto **a** del grafico 6.1.3, caratterizzata da un livello del reddito pari a quello descritto dal punto, di equilibrio, α ma con un livello del tasso di interesse maggiore di quello definito dal medesimo punto di equilibrio; si avrà, in tal caso, un saldo dei conti capitale e finanziario superiore a quello che sarebbe necessario per equilibrare il conto corrente e ci si troverà in una situazione di avanzo della bilancia dei pagamenti; situazioni analoghe si avranno in tutti i casi caratterizzati da coppie di livelli del reddito e del tasso di interesse che si trovano al disopra della curva BB. Al contrario, in tutti i punti che si trovano al disotto della curva BB si verificheranno disavanzi della bilancia dei pagamenti. Gli effetti prodotti dagli squilibri dei conti con l'estero sono però diversi a seconda che sia in vigore un regime di cambi fissi oppure che si abbia un regime di cambi flessibili.

Ipotizziamo, come primo caso, di trovarci in condizioni di cambi fissi. La situazione è descritta nel grafico 6.1.4. Nel punto **a**, situato all'intersezione della curva IS con la curva LM_0 si ha un avanzo della bilancia dei pagamenti, il cui verificarsi provocherà un aumento della quantità di moneta di entità pari all'avanzo (in quanto la banca centrale, per evitare variazioni del tasso di cambio, acquisterà la valuta estera proveniente dall'avanzo della bilancia dei pagamenti pagandola con moneta nazionale e aumentandone così la quantità in circolazione, come è stato spiegato nel capitolo 5, paragrafo 5.6) e la curva LM si sposterà verso destra, dalla posizione LM_0 alla posizione LM_1 . Se l'incrocio tra LM_1 e IS darà ancora luogo ad un avanzo della bilancia dei pagamenti, l'aumento di moneta continuerà fino a che non sarà raggiunta la curva LM_z , nella quale l'intersezione con la IS si verifica in corrispondenza della curva BB nel punto **e**, in cui si verificano sia l'equilibrio interno sia l'equilibrio esterno. L'equilibrio esterno, quindi, non solo è stabile ma si verifica sempre in corrispondenza dell'equilibrio interno, definito come punto di intersezione tra le curve IS ed LM^{21} . Vale la pena di ricordare che, trattandosi di un equilibrio keynesiano e non walrasiano, esso non sarà necessariamente ottimale e potrebbe essere, nel caso non lo sia, migliorato attraverso adeguati interventi di politica economica.

²¹ Come è stato già rilevato, in questo capitolo per equilibrio interno si intende il punto di incontro tra le curve IS ed LM. Poiché ad esso non corrisponde necessariamente una situazione di pieno impiego, i *policy maker* nazionali si assumeranno, nei modi che sono stati già richiamati nel paragrafo 6.1.2 e che saranno approfonditi nel prosieguo di questo volume, il compito di spingere l'economia verso un equilibrio interno più adeguato, possibilmente corrispondente alla piena occupazione delle risorse nazionali.

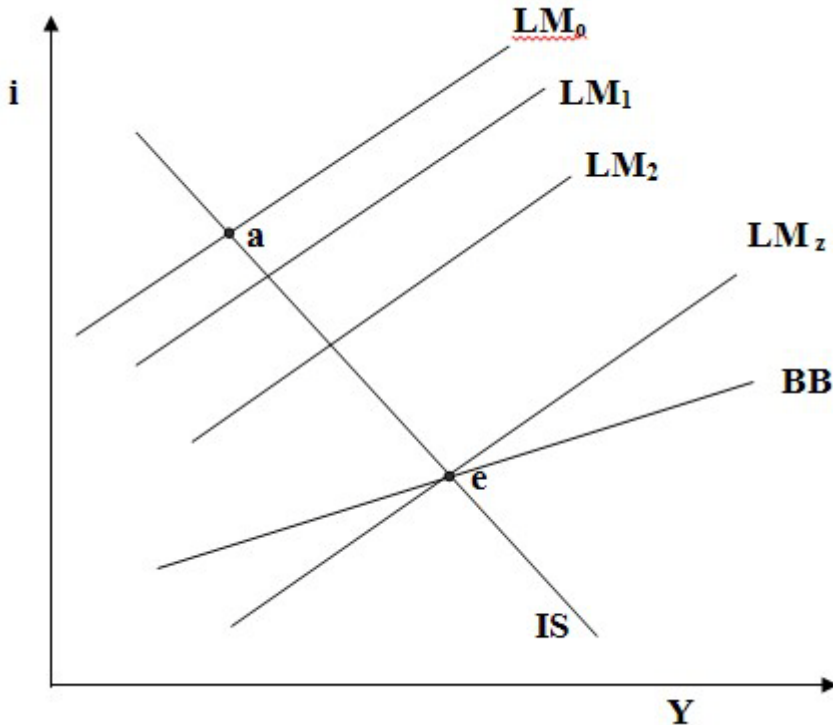


Grafico 6.1.4: Il riaggiustamento del modello IS-LM-BB in condizioni di cambi fissi.

Nel caso dei cambi flessibili il processo di aggiustamento sarà diverso; esso è descritto nel grafico 6.1.5. Si ipotizzi di trovarsi inizialmente nella situazione descritta dal punto **a**, in cui si avrebbe un avanzo della bilancia dei pagamenti; in questo caso l'eccesso di offerta di moneta nazionale da scambiare con valuta estera, non essendo controbilanciato da interventi della banca centrale sul mercato dei cambi, provocherà l'apprezzamento della moneta. Tale apprezzamento farà ridurre le esportazioni e farà aumentare le importazioni, spostando la curva IS verso sinistra, finché non sarà raggiunto il punto **e**, nel quale si avranno contemporaneamente l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno, che saranno quindi stabili, ancorché non necessariamente ottimali.²²

²² Si noti che in questo caso nell'aggiustamento verso l'equilibrio si ha una riduzione del reddito nazionale, cosa che non è sicuramente positiva, a meno che il paese in questione non si trovi inizialmente al di sopra del pieno impiego compatibile con la stabilità dei prezzi (il che accade soltanto nel caso in cui si abbia un eccesso di domanda effettiva sull'offerta aggregata di merci).

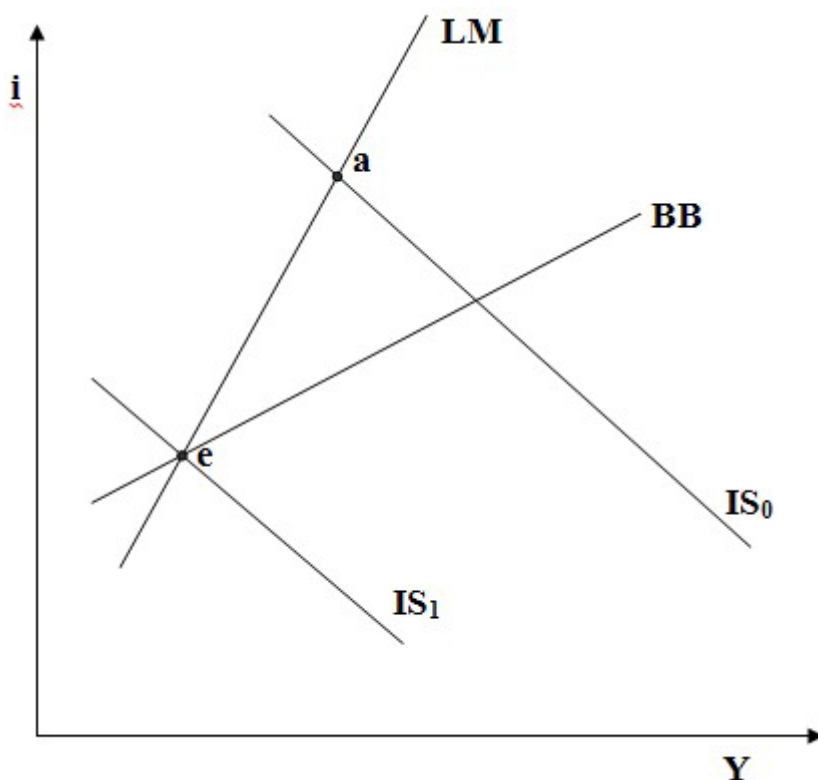


Grafico 6.1.5: Il riaggiustamento nel modello IS-LM-BB in condizioni di cambi flessibili.

6.2 Il modello di Mundell e Fleming

6.2.1 Introduzione

In questo capitolo iniziamo lo studio dei modelli che esaminano il funzionamento delle politiche macroeconomiche di gestione della domanda aggregata in condizioni di economie aperte agli scambi, commerciali e finanziari, con l'estero. Viene dapprima utilizzato il modello IS-LM esteso all'economia aperta, già presentato nel paragrafo precedente, per studiare l'attuazione delle politiche economiche di sostegno della domanda nel breve periodo (paragrafo 6.2.2). Successivamente, ci si concentra su una particolare versione del modello IS-LM, che fu elaborata negli anni cinquanta e sessanta del secolo scorso da Robert Mundell (1962 e 1963) e da Marcus Fleming (1962) per esaminare le politiche attraverso le quali è possibile conseguire contemporaneamente

l'equilibrio interno (piena occupazione delle risorse nazionali)²³ e l'equilibrio esterno (pareggio dei conti con l'estero) che, come si è visto nel paragrafo 5.7 (in cui tali concetti furono definiti) è il problema precipuo con il quale debbono confrontarsi i *policy maker* nazionali e per valutare i margini di intervento dei quali costoro dispongono nell'attuazione di politiche macroeconomiche di sostegno della domanda aggregata in condizioni di perfetta mobilità dei capitali finanziari nel breve periodo e in presenza di aspettative che ipotizzino che il tasso di cambio non varierà nel prossimo futuro (aspettative anelastiche, o "statiche"). L'impostazione generale del modello di Mundell e Fleming è presentata nel paragrafo 6.2.3. I problemi di gestione delle politiche di sostegno della domanda, fiscali e monetarie, nell'ambito di tale modello sono esaminati nei paragrafi 6.2.4 e 6.2.5, rispettivamente in condizioni di cambi fissi e in condizioni di cambi flessibili.

Il modello di Mundell e Fleming fornisce risultati semplici ma estremamente importanti: in condizioni di economia aperta e di perfetta mobilità dei capitali i cambi fissi permettono di gestire le politiche fiscali a sostegno della domanda aggregata in modo molto efficace, eliminando l'effetto di spiazzamento che ne riduce l'efficacia in condizioni di economia chiusa, ma rischiano di produrre squilibri strutturali estremamente pericolosi per il mantenimento dell'equilibrio nel medio-lungo periodo. Questa impostazione, che pure individuava le condizioni che rendono possibile estendere le politiche di sostegno della domanda effettiva dall'ambito dell'economia chiusa alla situazione di economia aperta che si andava già delineando all'inizio degli anni sessanta del secolo scorso e che fu molto influente all'epoca²⁴, trascurava alcuni problemi che l'esperienza successiva avrebbe dimostrato essere assai più rilevanti di quanto si pensasse in quegli anni, primo tra questi il ruolo centrale che le aspettative avrebbero finito per svolgere nella determinazione del tasso di cambio.

Nell'ultimo paragrafo del capitolo, il 6.2.6, sono richiamati brevemente i problemi di conduzione delle politiche di stabilizzazione della domanda e gli squilibri di medio-lungo periodo che emergono dall'analisi svolta nei paragrafi precedenti: (a) quando l'analisi degli effetti del modello di Mundell e Fleming è estesa dalla prospettiva di breve periodo seguita in questo capitolo all'analisi di medio-lungo periodo; (b) qualora si tenga conto delle condizioni storiche che si sono verificate nei cinquanta anni successivi all'elaborazione di tale modello (in particolare, richiamando il ruolo svolto dalle aspettative sull'evoluzione dei tassi di cambio nel mercato finanziario mondiale, già introdotto nel paragrafo 5.3). La riflessione su questi aspetti che viene svolta in questo capitolo è soltanto introduttiva e sarà ripresa e approfondita in maniera più completa

²³ All'inizio del paragrafo 5.7 furono indicati anche gli altri obiettivi che sono normalmente perseguiti nei programmi di politica economica. In questa sede ci si limita ad includere il solo obiettivo della piena occupazione in quanto ci si limita ad una prospettiva di breve periodo, escludendo quindi tanto gli obiettivi di ampliamento della dotazione e di miglioramento della qualità dei fattori produttivi nazionali (in quanto trattasi di obiettivi che implicano una prospettiva di medio-lungo periodo) quanto gli obiettivi anti-inflazionistici (la cui trattazione è normalmente esclusa dall'ambito dello studio del modello IS-LM dall'ipotesi che i prezzi rimangano invariati).

²⁴ Anche in quanto precorreva il successivo sviluppo della globalizzazione finanziaria e della formazione di un mercato finanziario mondiale strettamente integrato al di sopra dei confini nazionali.

sul terreno analitico nella terza parte di questo libro e sul terreno dell'analisi storico-cronologica esaminando lo svolgersi degli eventi che hanno condotto alla globalizzazione finanziaria nel capitolo 8.

6.2.2 *Le politiche macroeconomiche per l'equilibrio interno di piena occupazione e per l'equilibrio esterno nel breve periodo*

Gli equilibri che si determinano attraverso i processi descritti nel capitolo precedente possono dar luogo a situazioni non ottimali dal punto di vista dei *policy maker* nazionali, analogamente a quanto accade in economia chiusa. Nel grafico 6.2.1 è descritta una situazione di partenza nella quale le curve IS_0 , LM_0 e BB_0 danno luogo all'equilibrio e_0 , al quale corrisponde un livello del reddito, Y_0 , inferiore al reddito di piena occupazione, Y_{PO} . Attraverso l'uso combinato degli strumenti di politica economica è possibile rendere compatibile il pieno impiego, che in questo esempio costituisce l'obiettivo "interno" della politica economica nazionale, e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, che è l'obiettivo "esterno". La disponibilità di tre strumenti di politica economica (la politica fiscale, la politica monetaria e la politica del cambio) permette anche di gestire il tasso di interesse in modo da non penalizzare gli investimenti nazionali e di evitare un eccessivo peso degli interessi sia sul debito pubblico sia sul debito del paese nei confronti dell'estero. Nel grafico è descritta l'attuazione di un programma di politica economica consistente nell'attuazione di una politica monetaria espansiva²⁵ combinata con una politica fiscale anch'essa espansiva²⁶ e con un deprezzamento del cambio;²⁷ in tal modo è possibile condurre l'economia alla situazione di piena occupazione, mantenendo in equilibrio i conti con l'estero ed evitando, grazie alla politica monetaria espansiva e al deprezzamento del tasso di cambio, il rischio che il tasso di

²⁵ Descritta nel grafico come spostamento della curva LM dalla posizione LM_0 alla posizione LM_1 , ottenuto attraverso un aumento della base monetaria. A parità di tutte le altre condizioni l'aumento della quantità di moneta spinge il tasso di interesse verso il basso e, nella misura in cui la riduzione del tasso di interesse fa crescere gli investimenti e i consumi di beni durevoli, anche il reddito di equilibrio aumenta.

²⁶ Descritta nel grafico come spostamento della curva IS da IS_0 a IS_1 . La politica fiscale espansiva fa crescere il reddito di equilibrio ma fa anche aumentare il tasso di interesse, in quanto il governo deve prendere a prestito una somma pari all'ammontare del disavanzo pubblico da essa indotto. Il prestito è coperto dall'emissione di titoli del Tesoro che, per essere sottoscritti dagli investitori finanziari, dovranno fornire a costoro un rendimento più elevato, e quindi daranno luogo a un tasso di interesse più elevato di quanto sarebbe stato pagato in presenza di una minore offerta di titoli pubblici di nuova emissione.

²⁷ Ipotizzando che la condizione di Marshall e Lerner sia soddisfatta, il deprezzamento del cambio comporta un miglioramento della competitività delle merci nazionali sui mercati mondiali. La curva BB si sposta quindi verso il basso, passando dalla posizione BB_0 alla posizione BB_1 ; ciò implica che l'equilibrio della bilancia dei pagamenti viene ottenuto a livelli del tasso di interesse più bassi, in quanto il miglioramento del saldo della bilancia commerciale indotto dal deprezzamento compensa il deterioramento del saldo finanziario indotto dalla riduzione del tasso di interesse, che si verifica in questo esempio in quanto l'effetto di riduzione del tasso di interesse prodotto dalla politica monetaria espansiva prevale su quello di riduzione del tasso di interesse provocato dalla politica fiscale espansiva.

interesse aumenti spiazzando gli investimenti privati e rendendo più costoso il finanziamento del debito pubblico e del debito con l'estero.²⁸

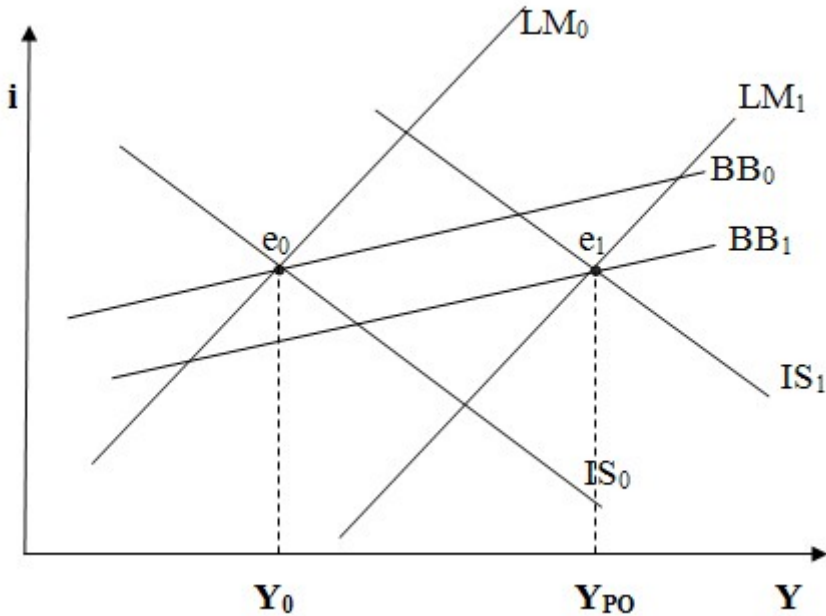


Grafico 6.2.1: Politica del cambio, politica monetaria e politica fiscale come strumenti atti a ripristinare l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno, abbassando il tasso di interesse per sostenere gli investimenti.

Se il tasso di interesse non viene considerato un obiettivo della politica economica, bastano due strumenti di politica economica per ottenere contemporaneamente piena

²⁸ In questo esempio, e in tutti quelli che presenteremo in questo paragrafo, si ipotizza che è possibile per i *policy maker* utilizzare i tre strumenti di politica economica separatamente. In realtà, come si è già visto nel paragrafo 5.6, esiste un legame tra l'andamento del saldo della parte corrente della bilancia dei pagamenti e la circolazione monetaria: ad ogni avanzo negli scambi internazionali corrisponde infatti un aumento della base monetaria in circolazione delle medesime dimensioni e ad ogni disavanzo corrisponde una riduzione della base monetaria, sempre delle medesime dimensioni. Poiché questo argomento è al centro dell'analisi di Mundell e Fleming in condizioni di cambi fissi, che sarà esposta nel prossimo paragrafo, ne rimandiamo la trattazione a tale sede. Nei casi esaminati in questo paragrafo si può ipotizzare che i gestori della politica monetaria "sterilizzano" gli effetti provenienti dalla bilancia dei pagamenti (immettendo nell'economia, attraverso operazioni di mercato aperto, una quantità aggiuntiva di base monetaria pari alla riduzione eventualmente provocata dai disavanzi della parte corrente della bilancia dei pagamenti oppure togliendo dalla circolazione monetaria una quantità di base monetaria di entità pari all'aumento eventualmente provocato da avanzi degli scambi commerciali con l'estero) nei modi indicati nel paragrafo 5.6. Operazioni di sterilizzazione del tipo ora descritto sono effettuate ogni qual volta le autorità vogliono evitare che l'andamento degli scambi internazionali influenzi la circolazione monetaria interna.

occupazione e saldo della bilancia dei pagamenti uguale a zero. Pur evitando di elaborare una tassonomia completa dei casi possibili, è di un qualche interesse esaminare alcuni problemi che possono sorgere dall'impiego di differenti mix di strumenti di politica economica.

Nel grafico 6.2.2 è descritto l'uso combinato di politica monetaria e politica fiscale espansive per raggiungere l'equilibrio interno senza rinunciare all'equilibrio esterno. Nella situazione iniziale, corrispondente al punto di equilibrio e_0 , l'economia si trova al di sotto della piena occupazione. L'aumento dell'offerta di moneta, combinato con una politica fiscale espansiva, permette di raggiungere il pieno impiego, nel punto e_1 , così come accadeva in economia chiusa; poiché, però, l'aumento del reddito provoca un aumento delle importazioni, per mantenere l'equilibrio esterno senza modificare il tasso di cambio occorre che ad esso si accompagni un aumento del tasso di interesse che riesca a produrre entrate di capitale finanziario dall'estero di dimensioni sufficienti a compensare il costo dell'aumento delle importazioni.

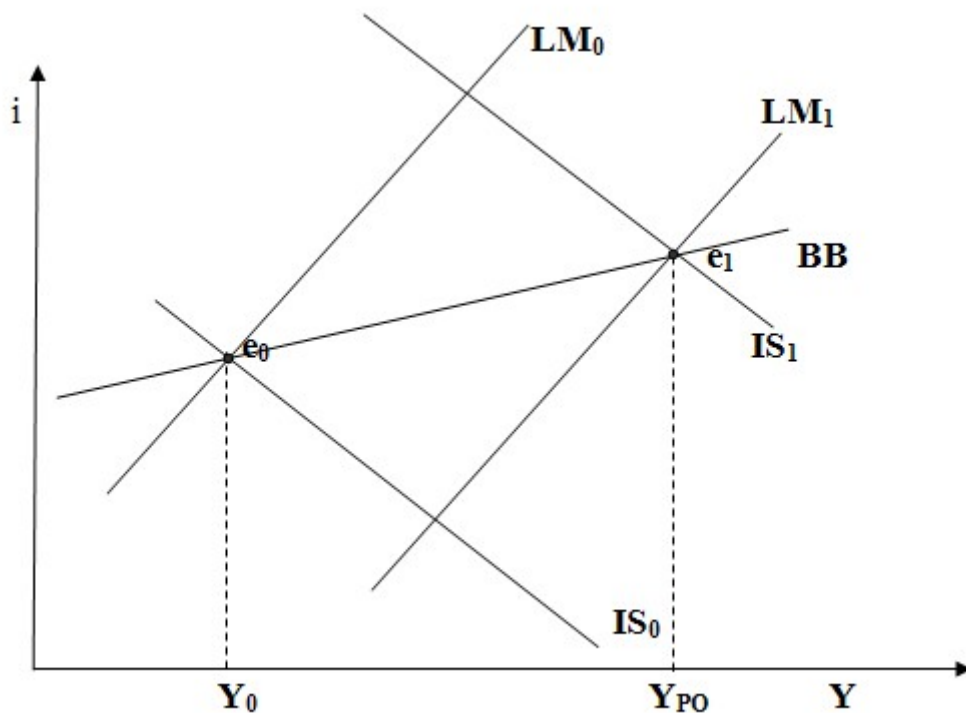


Grafico 6.2.2: Politica monetaria e politica fiscale come strumenti per ripristinare l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno.

L'aumento del tasso di interesse necessario ad ottenere questo risultato sarà di dimensioni ridotte se, come è ipotizzato nel caso descritto dal grafico, l'elasticità dei movimenti di capitale finanziario rispetto al tasso di interesse è elevata rispetto

all'elasticità delle importazioni di beni rispetto al reddito. Nel grafico è stato anche ipotizzato che la pendenza della curva BB sia più ridotta di quella della curva LM. Ciò corrisponde ad ipotizzare che prendere a prestito sul mercato finanziario mondiale l'ammontare di risorse necessarie all'attuazione della politica fiscale espansiva faccia crescere il tasso di interesse in misura minore di quanto accadrebbe se il prestito fosse richiesto sul mercato finanziario nazionale. Questa ipotesi è ragionevole, in quanto le dimensioni del mercato mondiale sono sicuramente più ampie di quelle dei mercati nazionali che lo compongono, e quindi l'effetto sul tasso di interesse prodotto sul mercato finanziario mondiale dall'accresciuta richiesta di fondi da parte del paese che attua la politica fiscale espansiva è sicuramente inferiore a quella che sarebbe prodotta dalla medesima richiesta di fondi sul mercato finanziario nazionale. Va però notato che finanziare il disavanzo pubblico sui mercati internazionali comporta l'assunzione di un debito nei confronti dell'estero che dovrà essere prima o poi saldato e sottopone il paese al rischio di incorrere in una crisi valutaria se la valutazione dei mercati finanziari internazionali sull'affidabilità creditizia del paese peggiora. Rinviamo ai capitoli seguenti lo studio dei problemi connessi alle crisi finanziarie e valutarie internazionali che possono verificarsi in tali situazioni.

Se, al contrario, l'elasticità dei movimenti di capitale finanziario rispetto al tasso di interesse è bassa la curva BB risulterebbe molto inclinata, al limite più inclinata della curva LM. In questo caso l'aumento del tasso di interesse necessario a mantenere l'equilibrio esterno sarebbe più elevato, con tutti i rischi che ciò comporta in termini di diminuzione degli investimenti privati e di aumento del peso del pagamento degli interessi tanto nel bilancio pubblico quanto nel conto corrente della bilancia dei pagamenti. Lasciamo al lettore il compito di esaminare questo caso e di verificare che se la curva BB è più inclinata della curva LM alla politica fiscale espansiva deve accompagnarsi una politica monetaria restrittiva, che produca l'aumento del tasso di interesse necessario ad attirare dall'estero i capitali con i quali finanziare le maggiori uscite di valuta internazionale necessarie al pagamento delle maggiori importazioni di beni e servizi esteri.²⁹

Nel grafico 6.2.3 è descritto, invece, il modo in cui l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno sono conseguiti contemporaneamente attraverso l'uso congiunto della politica fiscale e della politica del cambio, abbinando ad una gestione espansiva della prima (aumento della spesa pubblica o riduzione delle imposte) che sposta la curva IS da IS_0 a IS_1 , un adeguato deprezzamento del tasso di cambio, che sposta la curva BB dalla posizione BB_0 alla posizione BB_1 . Si noti che il mix di politica fiscale espansiva e deprezzamento della moneta è in grado di ripristinare la piena occupazione in quanto la pendenza della curva LM è minore di quella della curva BB.³⁰

²⁹ Si noti che nell'attuale situazione di elevatissima mobilità internazionale del capitale finanziario è comunque piuttosto improbabile che si verifichi questa situazione. In condizioni di crisi finanziaria mondiale essa può invece verificarsi. In tali condizioni è preferibile che il paese si finanzia sul mercato finanziario nazionale per non rischiare attacchi speculativi.

³⁰ L'aumento del tasso di interesse produce infatti una crescita dei movimenti di capitale provenienti dall'estero di dimensioni minori rispetto a quanto sarebbe necessario per finanziare la maggiore domanda di moneta per transazioni causata dall'aumento del reddito. A parità di

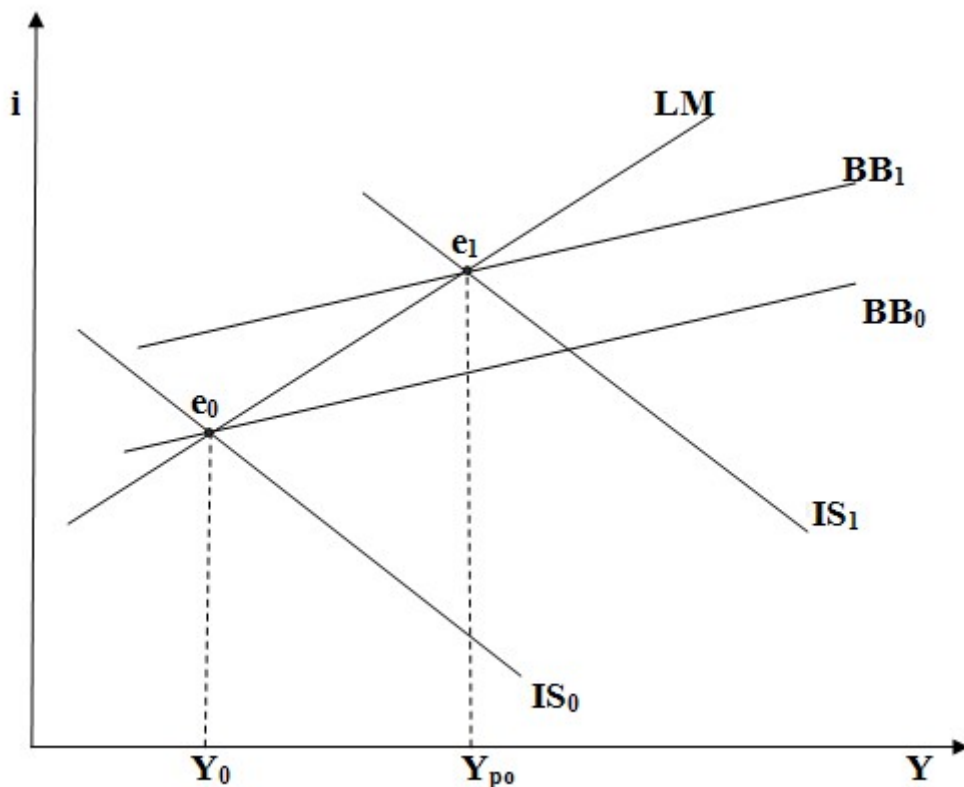


Grafico 6.2.3: Politica fiscale e politica del cambio come strumenti per ripristinare l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno nel caso in cui la curva BB sia meno inclinata della curva LM.

Se invece ci si trova in una situazione caratterizzata da una curva LM meno inclinata della curva BB e con un livello del reddito inferiore a quello di piena occupazione, la politica fiscale espansiva deve essere affiancata dall'apprezzamento del tasso di cambio, in quanto la crescita del tasso di interesse fa affluire nel paese una quantità di investimenti finanziari elevata e l'attivo del saldo dei movimenti finanziari tende a superare il passivo delle partite correnti determinato dall'aumento delle importazioni conseguente all'aumento del reddito. La situazione è descritta nel grafico 6.2.4.

tasso di cambio si avrebbe allora una disavanzo della bilancia dei pagamenti; il deprezzamento del tasso di cambio serve proprio a mantenere la bilancia dei pagamenti in equilibrio.

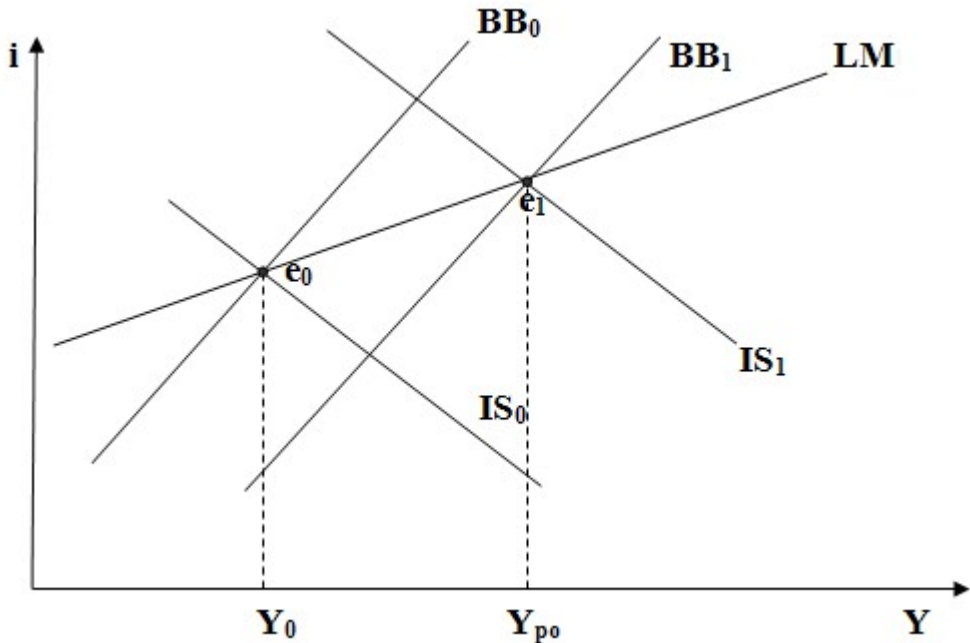


Grafico 6.2.4: Politica fiscale e politica del cambio come strumenti per ripristinare l'equilibrio interno e l'equilibrio esterno, nel caso in cui la curva LM è più inclinata della curva BB.

Un caso limite – abbastanza irrealistico nelle condizioni odierne ma che si è spesso verificato nel passato – si ha allorché si verifica una assoluta immobilità internazionale dei capitali finanziari. In questo caso, descritto nel grafico 6.2.5, il saldo del conto finanziario della bilancia dei pagamenti è per definizione pari a zero (in quanto non si verificano affatto movimenti di capitale finanziario da e verso l'estero) e l'equilibrio esterno corrisponde al pareggio delle altre partite della bilancia dei pagamenti, tra le quali prevalgono di gran lunga, quanto a dimensioni, gli scambi di beni e di servizi con il resto del mondo. Poiché in assenza di variazioni del tasso di cambio le esportazioni dipendono dalla domanda mondiale di prodotti nazionali mentre le importazioni dipendono dalla domanda di beni esteri espressa dagli operatori nazionali, vi sarà un solo livello del reddito nazionale compatibile con il pareggio della bilancia dei pagamenti, che, come si è più volte detto, denota la situazione di equilibrio esterno. Tale livello è facilmente desumibile utilizzando la formula del moltiplicatore del reddito elaborata nel paragrafo 5.5.³¹ Esso non è però necessariamente il valore corrispondente alla piena occupazione delle risorse interne; nel grafico si ipotizza che esso sia pari a Y_0 e sia

³¹ Ad esempio, applicando la formula (5.5.7) l'equilibrio esterno si ottiene per $X = m \cdot Y$. Dati X (variabile esogena) ed m (variabile di comportamento degli importatori), il calcolo di Y è in questo caso estremamente semplice. Anziché la formula (5.5.7) è possibile applicare la (6.1.2), che non è altro che una versione più articolata del medesimo principio.

inferiore al livello di pieno impiego. Ci si trova in una tipica situazione di “vincolo della bilancia dei pagamenti”,³² nella quale equilibrio esterno ed equilibrio interno non sono mutualmente compatibili mantenendo invariato il tasso di cambio. In questo caso occorre necessariamente affiancare il deprezzamento del tasso di cambio all’impiego di uno o di entrambi gli strumenti di stabilizzazione della domanda interna, per aumentare la competitività delle merci nazionali rispetto a quelle estere e – attraverso l’aumento delle esportazioni e la riduzione delle importazioni (descritto nel grafico con il passaggio della curva BB dalla posizione BB_0 alla posizione BB_1) – e rendere così compatibili piena occupazione e pareggio dei conti con l’estero. Nel grafico è ipotizzato un mix di politiche monetarie e di politiche fiscali espansive che, unitamente al deprezzamento del cambio, conduce l’economia alla piena occupazione. Si noti come anche in questo caso l’impiego congiunto di politiche monetarie e politiche fiscali espansive permette di evitare che il tasso di interesse cresca in misura superiore a quella che si verificherebbe con il solo impiego della politica fiscale.

³² In effetti, la formula presentata nella nota precedente corrisponde ad una esposizione “statica” (riferita ad un momento nel tempo) più semplice della versione dinamica (riferita all’evoluzione del fenomeno nel corso del tempo) del vincolo della bilancia dei pagamenti studiato nel paragrafo 5.7.

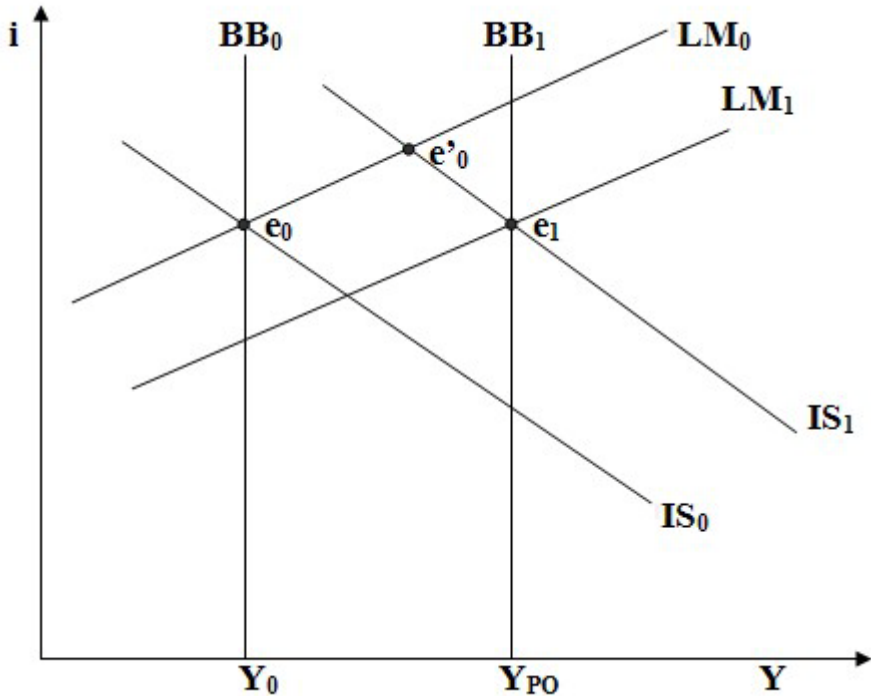


Grafico 6.2.5: Il ripristino degli equilibri interno ed esterno, in condizioni di «vincolo dei conti con l'estero», ottenuto attraverso l'impiego di tutti gli strumenti della politica economica di breve periodo.

Il modello di Mundell e Fleming, che esamineremo nel prosieguo di questo capitolo, passa all'estremo opposto rispetto al caso limite appena descritto, sostituendo alla completa immobilità dei flussi finanziari internazionali la loro perfetta mobilità.

6.2.3 Il modello IS-LM nella versione di Mundell e Fleming con perfetta mobilità dei capitali.

L'estensione del modello IS-LM all'economia aperta fu elaborata all'inizio degli anni sessanta in maniera analoga ma separatamente da Marcus Fleming e da Robert Mundell. Nella formulazione originaria del modello viene ipotizzata una perfetta mobilità

dei capitali³³ e aspettative “statiche”, gli operatori finanziari non si aspettano che abbia luogo alcuna variazione futura del cambio. In tali condizioni la “parità dei tassi di interesse”, che rappresenta, come si è già visto nel paragrafo 5.3 e come sarà esaminato in maggior dettaglio nel capitolo 7, la condizione di equilibrio della bilancia dei pagamenti, si riduce all’esigenza che il tasso di interesse nazionale si allinei al tasso di interesse mondiale.

$$i_{nazionale} = i_{mondiale} \quad (6.2.1)$$

L’effetto di perfetta mobilità dei capitali implica che qualsiasi allontanamento del saggio di interesse nazionale da quello mondiale provoca flussi di capitale di dimensioni estremamente rilevanti (potenzialmente infinite) che riallineano il tasso di interesse nazionale al livello del tasso mondiale tanto in condizioni di cambi fissi quanto in condizioni di cambi flessibili. In tal caso, l’equilibrio dei conti con l’estero non può che fissarsi lungo una retta, orizzontale, che indicheremo come curva BB, corrispondente alla parità dei tassi di interesse nazionale e mondiale. Come è già stato indicato nel paragrafo 5.3, l’equilibrio completo non può che fissarsi nel punto di incontro delle tre curve, tanto in regime di cambi fissi quanto in regime di cambi flessibili. Il grafico 6.2.6³⁴ descrive tale situazione. Le modalità operative e il processo di riaggiustamento verso l’equilibrio sono però diversi nei due regimi di cambio. Li esamineremo, pertanto, separatamente nei due paragrafi che seguono. Prima di addentrarci in questa disamina, è utile richiamare le due ipotesi semplificatrici che sono alla base del modello di Mundell e Fleming: (a) assenza di inflazione e di qualsiasi variazione dei prezzi relativi (tutti i prezzi sono considerati fissi e invarianti)³⁵ e (b) aspettative “statiche”. L’abbandono di queste due ipotesi conduce, come si accennerà nell’ultimo paragrafo di questo capitolo e come si esaminerà più in dettaglio nei capitoli successivi, a risultati più complessi e meglio aderenti alle condizioni storiche nelle quali oggi viviamo. Riteniamo sia comunque utile partire dalla semplice formulazione del modello originario per comprendere meglio il significato degli sviluppi analitici successivi.

³³

Le condizioni necessarie e sufficienti perché un mercato o l’insieme dei mercati si trovino in condizioni di concorrenza perfetta sono state richiamate nella nota 2 del paragrafo 5.1. Si noti che all’epoca in cui il modello fu formulato l’economia mondiale era ben lontana dall’aver raggiunto condizioni di perfetta mobilità dei capitali. Per l’epoca in cui fu elaborata, questa analisi, per la quale Mundell ha ricevuto il premio Nobel nel 2000, percorreva un futuro che avrebbe confermato non solo che questa era la tendenza in atto nei mercati finanziari ma anche che l’impostazione di Mundell e Fleming era sostanzialmente corretta.

³⁴

Nel grafico riportato si ipotizza anche che ciò che avviene nel mercato finanziario nazionale non sia in grado di influenzare il tasso di interesse mondiale, il che equivale a dire che il mercato finanziario nazionale è “piccolo” rispetto al mercato mondiale. Se non fosse così, la variazione del tasso di interesse nazionale influenzerebbe il tasso mondiale, che varierebbe nella stessa direzione, in misura tanto più ampia quanto più grande è il paese nel quale il movimento iniziale si è verificato rispetto agli altri. Il modo in cui ciò modificherebbe il grafico non è riportato per non appesantire l’esposizione. Non è però difficile immaginarlo: la BB si sposterebbe un poco verso l’alto e l’equilibrio si riformerebbe, comunque, nel punto di incontro delle tre curve.

³⁵

Si tratta, come è già stato indicato, di un’analisi limitata al breve periodo.

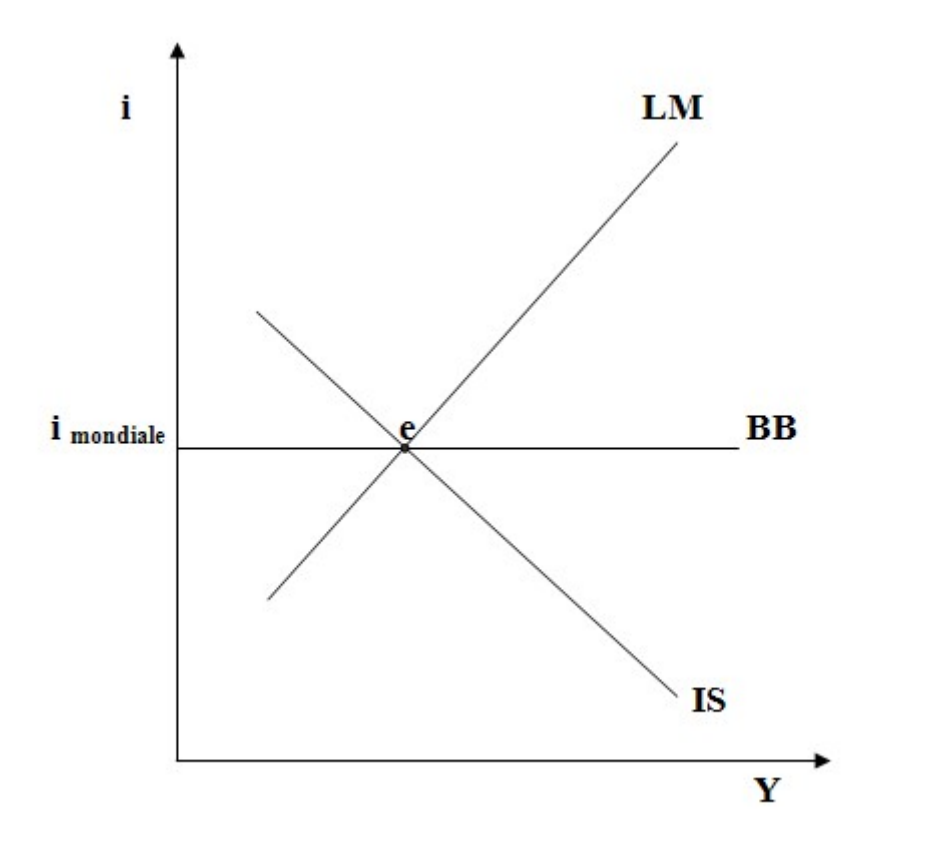


Grafico 6.2.6: Il modello IS-LM-BB con perfetta mobilità dei capitali (ipotesi del paese “piccolo”).

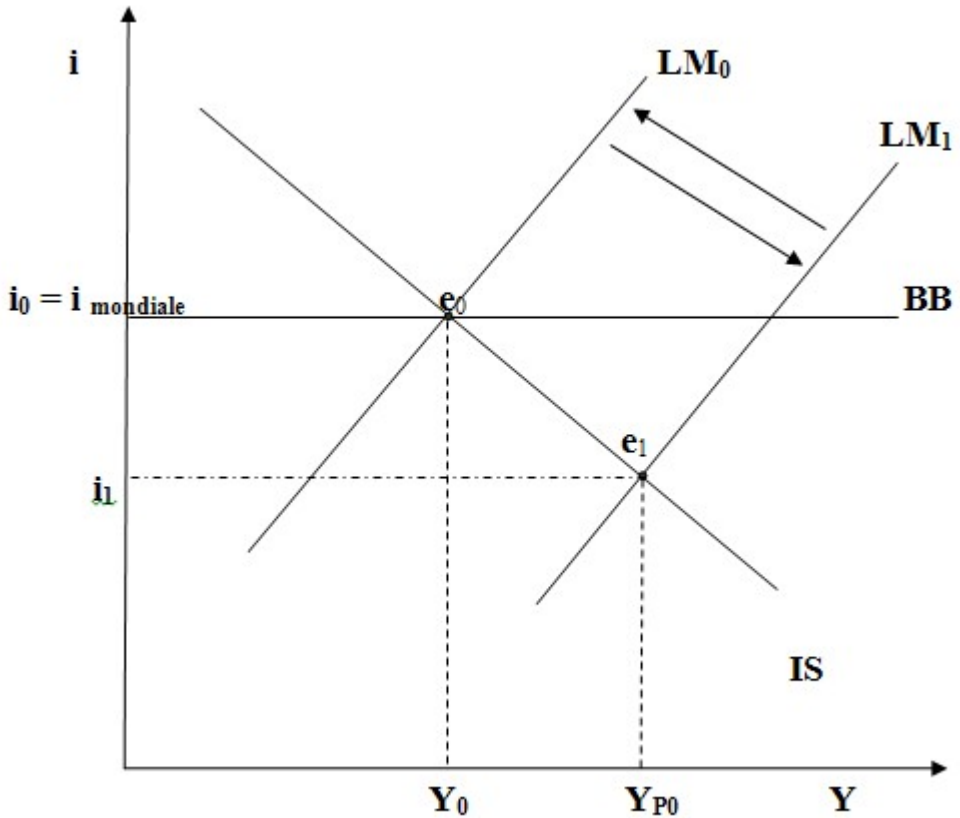
6.2.4 Il modello di Mundell e Fleming in condizioni di cambi fissi.

Interventi sul mercato dei cambi sono sistematicamente attuati nei paesi che adottano regimi di cambio fissi. In tali regimi le autorità monetarie impediscono al tasso di cambio di variare, vendendo a coloro che lo richiedono qualsiasi ammontare di valuta estera che costoro non siano in grado di procurarsi sul mercato dei cambi al tasso di riferimento ed acquistando qualsiasi ammontare di valuta estera che a tale tasso risulti eccedente rispetto alla domanda del mercato. In tutti questi casi, essendo l’acquisto o la vendita di valuta estera effettuato scambiando la valuta contro moneta nazionale (per la precisione, con “base monetaria”, trattandosi di moneta creata dalla banca centrale) varia l’ammontare di moneta nazionale in circolazione. Questo fa sì che in condizioni di

cambi fissi l'autorità monetaria nazionale non sia in grado di determinare l'ammontare di moneta in circolazione nel paese, in quanto tale ammontare si fisserà necessariamente al livello compatibile con il mantenimento del tasso di cambio al livello prescelto. Di fatto la politica monetaria diventa lo strumento attraverso il quale viene mantenuto l'equilibrio esterno e non può essere utilizzata come strumento di gestione e di sostegno della domanda interna.

Per dimostrare questa affermazione, descriviamo nel grafico 6.2.7 una situazione iniziale corrispondente alle tre curve IS_0 - LM_0 - BB . Esse si incontrano nel punto e_0 , che definisce una situazione tanto di equilibrio interno – peraltro non ottimale, in quanto il livello del reddito, Y_0 , è inferiore al reddito di piena occupazione, Y_{p0} – quanto di equilibrio esterno (il tasso di interesse nazionale è uguale al tasso di interesse mondiale). Si ipotizzi ora che venga attuata una politica monetaria espansiva: la curva LM passa dalla posizione LM_0 alla posizione LM_1 . Il tasso di interesse tende a scendere dal livello i_0 , uguale al tasso di interesse mondiale, al livello i_1 . In economia chiusa la riduzione del tasso di interesse sarebbe in grado di portare alla piena occupazione, grazie all'impulso alle spese interne fornito dalla riduzione del tasso di interesse. In economia aperta, invece, con un tasso di interesse nazionale inferiore a quello mondiale si verificano uscite di capitale (i possessori di ricchezza finanziaria vendono i titoli denominati in moneta nazionale per acquistare titoli denominati in monete estere, che rendono di più). La banca centrale (essendosi impegnata ad evitare ogni variazione del tasso di cambio) è costretta a vendere valuta estera agli operatori finanziari che vogliono vendere titoli nazionali per acquistare titoli esteri, incassando in cambio moneta nazionale. La quantità di moneta nazionale in circolazione si riduce di conseguenza³⁶ e la curva LM si sposta verso sinistra, fino a ritornare di nuovo alla posizione LM_0 e all'iniziale equilibrio e_0 . In definitiva, la banca centrale perde la possibilità di attuare politiche monetarie autonome, in quanto i tassi di interesse nazionali non possono discostarsi dal tasso di interesse mondiale.

³⁶ A meno che la banca centrale non “sterilizzi” l'intervento che sta attuando sul mercato dei cambi, immettendo nell'economia, attraverso operazioni di mercato aperto, un ammontare di moneta identico a quello corrisposto agli operatori che vogliono vendere titoli nazionali per acquistare titoli esteri. Così facendo eviterebbe la risalita del tasso di interesse nazionale, mantenendolo però ad un livello inferiore al tasso di interesse mondiale, favorendo, di conseguenza, ulteriori uscite di capitali finanziari verso l'estero che riprodurrebbero la situazione di squilibrio dei conti finanziari con l'estero; situazione che non sarà risolta se non quando il tasso di interesse nazionale si sarà di nuovo allineato al livello del tasso di interesse mondiale, livello che nel caso esaminato è incompatibile con il raggiungimento del pieno impiego delle risorse nazionali.



6.2.7: L'effetto di una politica monetaria espansiva in condizioni di cambi fissi e di perfetta mobilità dei capitali.

Per converso, la politica fiscale in condizioni di cambi fissi diventa estremamente efficace. Il modo in cui essa opera è esaminato con l'ausilio del grafico 6.2.8. Si ipotizzi che l'economia si trovi inizialmente in equilibrio nel punto e_0 e si ipotizzi anche che il reddito ad esso corrispondente sia inferiore al livello di piena occupazione, che rappresenta l'obiettivo di politica economica per l'equilibrio interno. In economia chiusa il reddito nazionale potrebbe essere aumentato attuando una politica espansiva (che, nel caso si trattasse di politica fiscale consisterebbe o nell'aumento della spesa pubblica o nella riduzione di tasse e imposte pagate da imprese e famiglie) che sposta la curva IS verso destra, da IS_0 a IS_1 . In economia chiusa si arriverebbe ad un equilibrio caratterizzato da livelli di reddito e di tasso di interesse entrambi più elevati (espressi nella figura dal punto e^*). Nel passaggio da e_0 a e^* l'aumento del tasso di interesse dipende dal fatto che la politica fiscale espansiva è finanziata prendendo a prestito (di solito attraverso l'emissione di obbligazioni da parte del Tesoro) e questo è possibile soltanto offrendo condizioni più vantaggiose a chi sottoscrive i titoli pubblici. In economia aperta,

però, l'aumento del tasso di interesse attrae capitali dall'estero (il tasso di interesse nazionale è ora più elevato del tasso di interesse prevalente nel resto del mondo). Per evitare che ciò conduca all'apprezzamento della moneta nazionale la banca centrale nazionale fornirà agli investitori finanziari esteri moneta nazionale in cambio di valuta estera al tasso di cambio prefissato. Ciò farà crescere la circolazione monetaria interna, spostando la curva LM verso destra, da LM_0 a LM_1 , finché il tasso di interesse nazionale non sarà ricondotto al livello del tasso di interesse mondiale.³⁷ La situazione finale sarà quella descritta dal punto e_0 , con un aumento del reddito di dimensioni assai superiori (misurato dal segmento $Y_0 - Y_1$, equivalente all'effetto che si riscontrava nei semplici modelli del moltiplicatore esaminato nel paragrafo 5.5) rispetto a quanto si avrebbe in economia chiusa ($Y_0 - Y'$); in pratica in economia aperta – e in presenza di perfetta mobilità dei capitali finanziari e di aspettative “statiche” – si annulla l'effetto di “spiazzamento” della spesa privata ad opera della spesa pubblica (misurato nel grafico dal segmento $Y^* - Y_1$) che normalmente si verifica in economia chiusa.

³⁷ Di fatto il finanziamento della politica fiscale espansiva è fornito dal mercato finanziario mondiale. Come si vedrà più avanti, ciò è possibile soltanto sino a quando gli investitori finanziari, in particolare quelli esteri, continuano a credere che il paese sia in grado di far fronte al debito nei confronti dell'estero che così si costituisce; quest'ultima era un'ipotesi ragionevole nelle condizioni, oggi abbastanza irrealistiche, di aspettative “statiche” e invarianti, ma diventa molto problematica non appena si prenda in considerazione la possibilità che la mobilità dei capitali potrebbe non essere perfetta in quanto, in particolare, l'afflusso di prestiti dall'estero potrebbe aumentare la probabilità che si verifichino crisi valutarie, in particolare modificando le aspettative degli operatori finanziari, i quali potrebbero ad un certo punto ritenere difficile, se non impossibile, che il paese sia in grado di ripagare il debito acceso nei confronti dell'estero. L'anatomia e le caratteristiche delle crisi valutarie e finanziarie saranno esaminate più avanti.

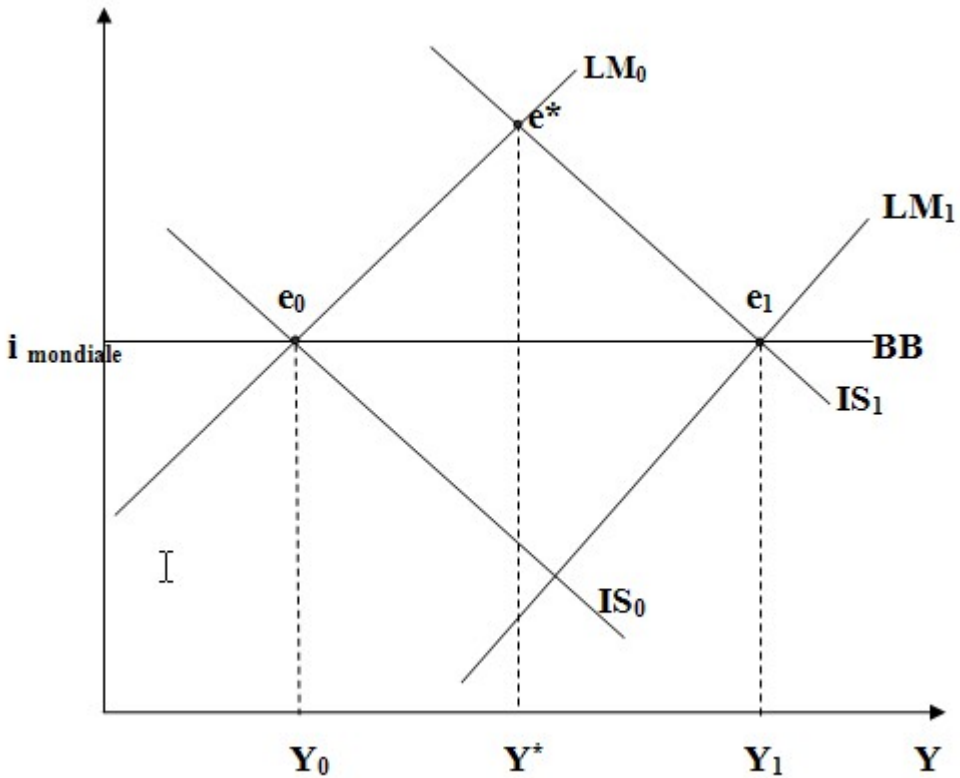


Grafico 6.2.8: L'effetto di breve periodo di una politica fiscale espansiva in condizioni di cambi fissi e di perfetta mobilità dei capitali.

L'efficacia della politica fiscale è però limitata al breve periodo. Il meccanismo sopra descritto contiene infatti tre elementi potenzialmente squilibranti: (a) in primo luogo, il bilancio pubblico si deteriora; se la politica fiscale espansiva prosegue a lungo è probabile che si creino situazioni di debito pubblico crescente, forieri di possibili problemi, in particolare se il tasso di interesse al quale il debito pubblico è finanziato supera il tasso di crescita del PIL nominale dell'economia.³⁸ (b) L'aumento del reddito accresce le importazioni, deteriorando il conto corrente della bilancia dei pagamenti e, nel caso si producano disavanzi nei conti con l'estero,³⁹ facendo crescere il debito del paese nei confronti dell'estero. (c) L'aumento del debito verso l'estero può peggiorare

³⁸ In tal caso a parità di struttura dell'imposizione fiscale, la crescita delle uscite di danaro pubblico derivanti dal pagamento degli interessi sul debito eccede la crescita delle entrate fiscali.

³⁹ Deterioramento dei conti pubblici e deterioramento del conto corrente spesso conducono al contemporaneo verificarsi di disavanzo del bilancio pubblico e disavanzo della bilancia dei pagamenti; in questi casi si parla di "deficit gemelli", ad indicare la loro origine comune.

le aspettative dei detentori esteri di titoli nazionali riguardo alla capacità della banca centrale nazionale di mantenere fisso il tasso di cambio (in quanto risultati positivi, di aumento del reddito di equilibrio, analoghi a quelli ottenuti attraverso politiche fiscali espansive, ma senza incorrere negli inconvenienti appena indicati, potrebbero essere ottenuti svalutando la moneta nazionale).⁴⁰ In questa situazione gli operatori finanziari internazionali potrebbero prevedere che la banca centrale abbandonerà il sostegno del tasso di cambio e lascerà deprezzare la moneta. Tali previsioni danno di solito origine alle "crisi valutarie", la cui anatomia e le cui caratteristiche saranno esaminate nel capitolo 7 e i cui sviluppi nel periodo della globalizzazione finanziaria saranno considerati nel capitolo 8.

6.2.5 *Il modello di Mundell-Fleming in condizioni di cambi flessibili*

In regime di cambi flessibili la banca centrale non interviene nel mercato dei cambi. L'equilibrio esterno di breve periodo (inteso come pareggio tra la somma dei saldi del conto corrente e del conto capitale, da un lato, e il saldo del conto finanziario, dall'altro) si verifica sempre e si determina nel mercato dei cambi per quel livello del tasso di cambio che eguaglia domanda e offerta di valuta estera. In questo regime dei cambi la banca centrale non è più obbligata ad intervenire nel mercato dei cambi e recupera, di conseguenza, la possibilità di gestire la politica monetaria autonomamente.

Anche in cambi flessibili in presenza di perfetta mobilità dei capitali e di aspettative "statiche" l'equilibrio esterno si verifica nella situazione in cui il tasso di interesse nazionale è uguale al tasso di interesse mondiale.⁴¹ Quindi, anche in questo caso la curva BB (che descrive l'equilibrio della bilancia dei pagamenti) è una semiretta orizzontale che si colloca al livello del tasso di interesse mondiale (indicando che in equilibrio il tasso di interesse nazionale eguaglia quello mondiale).

In cambi flessibili la politica fiscale risulta completamente inadeguata a svolgere il compito di sostegno della domanda aggregata. Il suo *modus operandi* è descritto nel grafico 6.2.9, nel quale si ipotizza che il paese si trovi inizialmente in equilibrio nel punto e_0 , nel quale si incontrano le curve IS_0 , LM e BB ad un livello del reddito, indicato come Y_0 , inferiore al reddito di pieno impiego, Y_{PO} . Se a partire da tale situazione viene attuata una politica fiscale espansiva (aumento della spesa pubblica o riduzione delle imposte) il tasso di interesse nazionale tenderà a crescere, come sarebbe accaduto in economia chiusa, attirando però capitale finanziario dall'estero. L'afflusso di capitale spingerà il tasso di cambio ad apprezzarsi, facendo diminuire le esportazioni ed aumentare le importazioni. L'apprezzamento del tasso di cambio continuerà fino a che gli effetti espansivi della politica fiscale non siano stati completamente annullati dal deterioramento del saldo del conto corrente. In definitiva, si ha uno spiazzamento totale de-

⁴⁰ In tal caso, migliorerebbe il saldo del conto corrente - a condizione, ovviamente, che sia soddisfatta la condizione di Marshall e Lerner - e non si avrebbero disavanzi nei conti pubblici.

⁴¹ Se ciò non accadesse si verificherebbero movimenti di capitale di entità rilevante, potenzialmente infinita, verso il mercato, o i mercati, in cui il tasso di interesse fosse più elevato del tasso mondiale che proseguirebbero sino a che il tasso di interesse nazionale non si riallineasse al livello della media mondiale.

gli effetti della politica fiscale ad opera dei flussi commerciali con l'estero.⁴² Non solo, quindi, la politica fiscale risulta totalmente inefficace, ma, a causa dell'afflusso di capitale finanziario dall'estero, il paese che attua politiche fiscali espansive rischia di accumulare debiti nei confronti del resto del mondo; debiti che potrebbero deteriorarne la solvibilità nei confronti dei creditori esteri, nei modi saranno esaminati più avanti, quando studieremo le situazioni di crisi valutaria che possono derivarne.

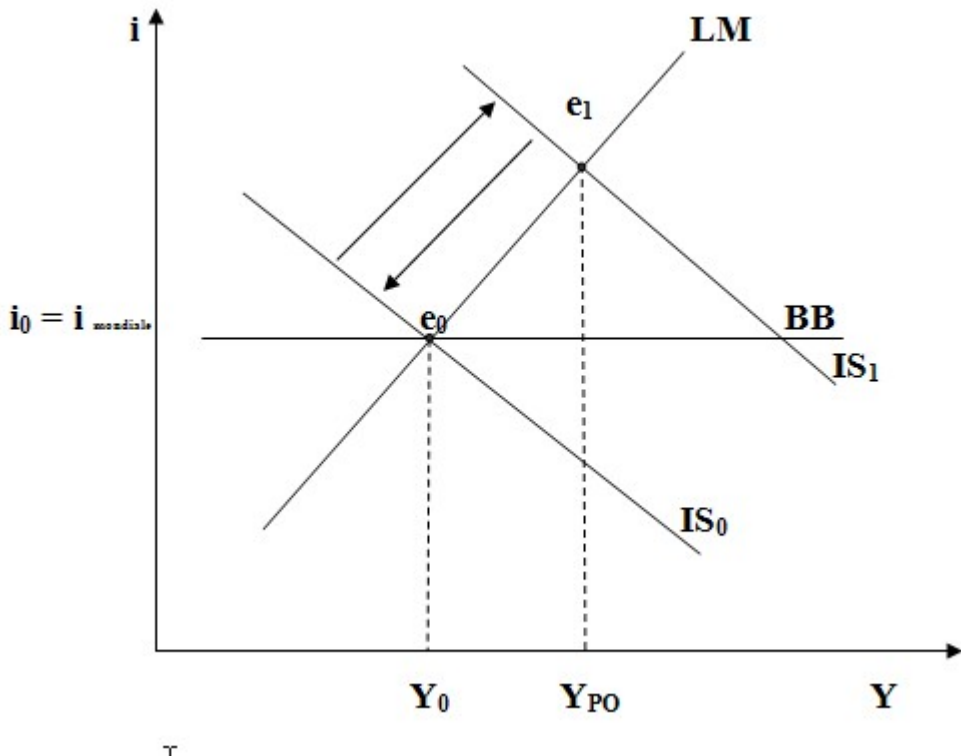


Grafico 6.2.9: L'effetto di una politica fiscale espansiva in condizioni di cambi flessibili e di perfetta mobilità dei capitali.

Per converso, la politica monetaria è, in cambi flessibili, estremamente efficace. Il suo *modus operandi* è descritto nel grafico 6.2.10. Si ipotizzi che l'economia si trova inizialmente nella situazione corrispondente al punto e_0 , nel quale la bilancia dei pagamenti è in pareggio e le curve IS ed LM si incontrano in un punto in cui il livello del reddito è inferiore al reddito corrispondente al pieno impiego delle risorse

⁴² Si noti che questa forma di spiazzamento opera nel settore reale dell'economia (all'aumento della spesa pubblica fa seguito la riduzione delle esportazioni nette con effetto complessivo sul reddito nullo) e non a partire dal settore finanziario, facendo seguito all'aumento del tasso di interesse (effettivo in economia chiusa, tendenziale in condizioni di cambi fissi) come avveniva negli altri casi di spiazzamento sin qui esaminati.

nazionali. La banca centrale attua, allora, una politica espansiva, consistente nell'immissione di moneta nell'economia attraverso operazioni di mercato aperto (acquisto di titoli nazionali pagati con moneta di nuova emissione, "base monetaria"). In economia chiusa ciò provocherebbe il passaggio da e_0 a e^* , con riduzione del tasso di interesse e aumento del reddito di equilibrio, e tutto sarebbe finito. In economia aperta, invece, la tendenziale riduzione del tasso di interesse nazionale al di sotto del tasso di interesse mondiale provoca uscite di capitale finanziario, in quanto gli operatori finanziari si disfano di titoli nazionali per acquistare titoli esteri. Così facendo essi provocano però deprezzamento della moneta nazionale. Il deprezzamento della moneta nazionale aumenta la competitività delle imprese nazionali nei confronti di quelle estere; di conseguenza, aumentano le esportazioni e si riducono le importazioni, la curva IS si sposta verso destra, assumendo la posizione IS_1 , e l'equilibrio finale si posiziona nel punto e_1 , in cui il tasso di interesse nazionale è di nuovo in linea con il tasso di interesse mondiale e il reddito è aumentato in misura molto più rilevante di quanto sarebbe accaduto in condizioni di economia chiusa: in economia chiusa il reddito cresce infatti nella misura definita dal segmento $(Y_0 - Y^*)$, laddove in economia aperta esso crescerebbe in misura pari al segmento $(Y_0 - Y_{PO})$, ipotizzando che l'entità dell'intervento di politica monetaria sia commisurato dai *policy maker* all'obiettivo di riportare l'economia alla piena occupazione.

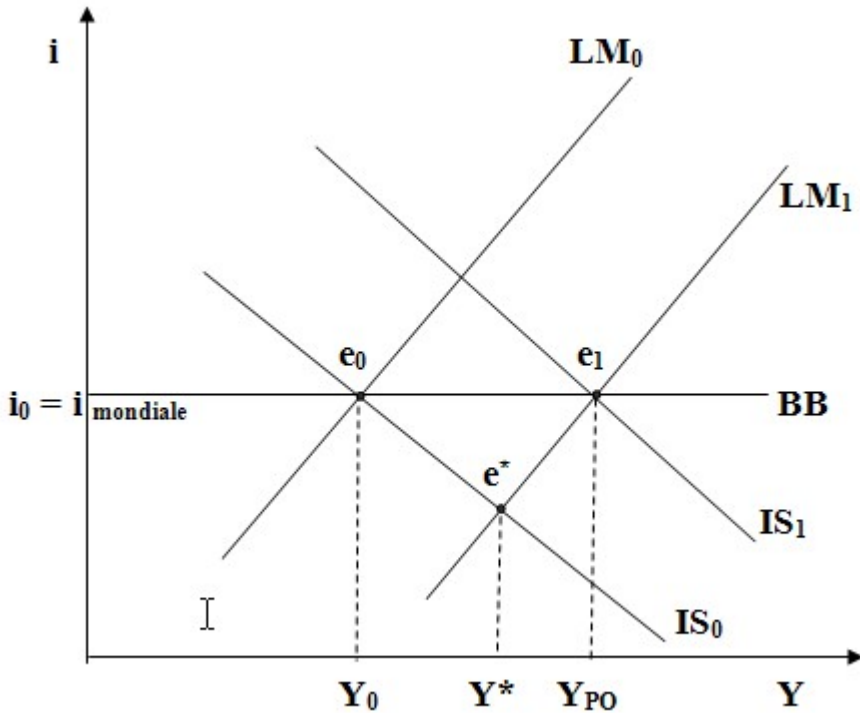


Gráfico 6.2.10: L'effetto di una politica monetaria espansiva in condizioni di cambi flessibili e di perfetta mobilità dei capitali.

In definitiva, con cambi flessibili e perfetta mobilità dei capitali finanziari la politica monetaria è in economia aperta molto più efficace di quanto lo sarebbe in economia chiusa. Sorgono, tuttavia, due problemi: (a) il deprezzamento del cambio potrebbe innescare spinte inflazionistiche nel paese che lo attua. Questo problema è escluso per definizione dall'ottica di breve periodo adottata in questa analisi; esso sarà trattato più avanti (nel capitolo 7) attraverso l'esame del modello dell'*overshooting*, studiando il passaggio dal breve al lungo periodo in condizioni di aspettative razionali. Va aggiunto che, qualora l'uso espansivo della politica monetaria si diffondesse in molti paesi, l'esito inflativo potrebbe diffondersi su scala multinazionale e, al limite, mondiale. (b) L'aumento della domanda nazionale che si ha nel caso appena esaminato è in parte dovuto all'aumento delle esportazioni e alla riduzione delle importazioni conseguenti al deprezzamento della moneta nazionale. Ne consegue che esso avviene a scapito di altre nazioni nelle quali la domanda si riduce per la perdita di quote di mercato a favore del paese la cui moneta si deprezza. Fintanto che la politica monetaria espansiva viene attuata da uno o più paesi di dimensioni relativamente piccole, rispetto al mercato mondiale, con il resto del mondo che si trova in condizioni di piena occupazione, o comunque prossime a tale limite, non si intravedono contraddizioni al suo impiego. Qualora

però molti paesi di dimensioni relativamente ampie la attuassero contemporaneamente, potrebbero verificarsi situazioni simili a quelle che negli anni trenta dello scorso secolo configuravano svalutazioni competitive (che saranno studiate con riferimento alle condizioni storiche nelle quali si verificarono nel capitolo 8)⁴³: il paese che svaluta aumenta la domanda che si indirizza alle sue imprese a scapito dei suoi competitori, i quali potrebbero reagire rendendogli pan per focaccia; attuando, cioè, la medesima azione di politica economica, deprezzando anch'essi la moneta, e annullando così l'efficacia del deprezzamento da esso attuato. Si verrebbe a creare una situazione di conflitto economico tra i paesi coinvolti, con possibilità che ne derivino ritorsioni e altre politiche rischiose per il mantenimento della coesione mondiale.

6.2.6 Una breve sintesi riassuntiva delle indicazioni di politica economica fornite dal modello di Mundell e Fleming

Il modello di Mundell e Fleming individuava con precisione il modo in cui la mobilità dei capitali finanziari modifica le modalità operative e l'efficacia relativa delle politiche di sostegno della domanda, svolgendo una meritoria azione di aggiornamento delle politiche keynesiane alle condizioni internazionali che si andavano prefigurando negli anni in cui fu concepito, gli anni sessanta dello scorso secolo. Esso lasciava anche intravedere però la possibilità che dall'azione dei *policy-maker* nazionali orientate al perseguimento di politiche di breve periodo nazionali potessero derivare squilibri strutturali in grado di incepparne il funzionamento qualora fossero state adottate per ambiti temporali più lunghi: (a) l'espansione dei "deficit gemelli" del bilancio pubblico nazionale e della bilancia dei pagamenti, con conseguente rischio di crisi valutarie, in cambi fissi e (b) la possibile deriva inflazionistica e i possibili conflitti economici internazionali innescati da politiche con potenziali risvolti di *beggar-thy-neighbour*⁴⁴ in cambi flessibili. Si apriva così la strada verso analisi mirate ad approfondire il ruolo svolto dalle aspettative e dalle dinamiche inflazionistiche, che studieremo nei prossimi capitoli.

6.3 Le politiche dell'offerta in economia aperta

Sinora sono state evidenziate le difficoltà incontrate dai *policy maker* nazionali nell'attuare politiche di gestione della domanda tese al raggiungimento della piena occupazione nella fase di globalizzazione finanziaria che il mondo sta attualmente vivendo. In questo paragrafo vengono esaminate le politiche dell'offerta come strumento alternativo per ottenere il medesimo risultato. Prima di ciò è utile richiamare, sia pure per sommi capi, il percorso svolto dalla modellistica macroeconomica, a partire

⁴³ Spesso si parla in tal caso di politiche di "beggar-thy-neighbour", intendendo con ciò che il paese che svaluta cerca di scaricare i propri problemi sui paesi competitori, ottenendo un aumento delle risorse utilizzate all'interno al prezzo di una riduzione delle risorse utilizzate da questi ultimi.

⁴⁴ Per la definizione delle quali si veda la nota precedente-

dall'iniziale modello del moltiplicatore del reddito (già esaminato nel paragrafo 5.5) passando per il modello IS-LM (studiato negli ultimi due paragrafi) e approdando, infine, al modello AD-AS. Anche in questa esposizione si daranno per conosciuti, gli elementi di base dei tre modelli, usualmente studiati nei corsi introduttivi di macroeconomia, ma non ci si concentrerà semplicemente sull'estensione del nuovo modello dall'economia chiusa alle condizioni dell'economia aperta, come è stato fatto per i primi due, ma ci si proporrà piuttosto di esaminare in quali condizioni sia meglio utilizzare l'uno o l'altro tra essi. Riteniamo utile svolgere questo breve *excursus* sull'evoluzione dei modelli macroeconomici fornire ai lettori, in particolar modo agli studenti, un momento di riflessione sullo stato della macroeconomia nel momento in cui gli economisti, i politici e più in generale gli intellettuali e gli uomini di cultura stanno cercando di portar fuori il mondo globalizzato da una crisi la cui responsabilità non è forse da attribuire tutta ai primi ma che sicuramente deve far fronte a una *impasse* tutt'altro che irrilevante.

6.3.1 Una digressione sui modelli macroeconomici da Keynes al modello AD-AS applicato all'economia aperta

La teoria macroeconomica moderna prese le mosse dalla teoria del moltiplicatore del reddito e in particolare dall'uso che ne fece Keynes come modello di riferimento delle politiche di sostegno della domanda macroeconomica ("effettiva", se si preferisce utilizzare l'originaria indicazione keynesiana; "aggregata", se si preferisce la dizione oggi maggiormente impiegata) indirizzate al fine di conseguire la piena occupazione delle risorse produttive. Il modello del moltiplicatore è basato sull'aggregazione dei mercati dei beni e mette in secondo piano lo studio degli altri mercati che operano al livello macroeconomico: i mercati finanziari, in quanto li ritiene, per motivi che esamineremo tra poco, incapaci - in determinate situazioni, corrispondenti a quelle che si verificano in presenza di crisi dei meccanismi di mercato - di favorire il ritorno all'equilibrio di piena occupazione e i mercati dei fattori produttivi, e in particolare il mercato del lavoro, che esso tratta come mercati "derivati", le cui condizioni si determinano in conseguenza di ciò che accade nei mercati delle merci e la cui evoluzione deve essere, quindi, anch'essa derivata come conseguenza dell'evoluzione dei primi.

Le condizioni nelle quali il modello del moltiplicatore fornisce tutte le indicazioni che occorrono per individuare il reddito di equilibrio sono le due che già Keynes indicò nella *Teoria Generale*: (a) un livello di investimenti non sufficiente ad impiegare il risparmio che si determinerebbe in condizioni di piena occupazione e l'impossibilità che esso aumenti a seguito della riduzione del tasso di interesse (tecnicamente si parla in questo caso di un'elasticità degli investimenti rispetto al tasso di interesse pari a 0). (b) L'esistenza all'interno dei mercati finanziari di condizioni che impediscono qualsiasi riduzione del tasso di interesse (situazione definita dagli autori successivi "trappola della liquidità"). È importante sottolineare come si tratti di condizioni che si verificano tipicamente in presenza di una recessione, quando gli imprenditori non investono perché temono di non poter comunque vendere le merci addizionali che produrrebbero con più investimenti e nei mercati finanziari nessun operatore è disposto

ad acquistare titoli, o perché ritiene che i richiedenti non saranno comunque in grado di restituire i prestiti che vorrebbero contrarre o perché i titoli finanziari sono talmente sopravvalutati che se i possessori li vendessero ai prezzi ai quali i compratori sarebbero disposti ad acquistarli accumulerebbero, nei confronti dei prezzi ai quali li hanno acquistati, perdite in conto capitale tali da portarli comunque al fallimento. In tali condizioni i mercati finanziari sono di fatto bloccati, (non funzionano in quanto non vi si verificano transazioni). In realtà Keynes non scrisse in alcun luogo che la sua teoria si applicava soltanto a situazioni di recessione. Anzi, come è chiaro dal titolo del suo libro, egli riteneva che la sua fosse una *Teoria Generale* in grado di includere lo studio sia degli equilibri che comportano il pieno impiego delle risorse produttive, che erano i soli previsti nelle analisi degli autori a lui precedenti, sia quello degli equilibri nei quali alcune risorse produttive, soprattutto il lavoro, rimanevano inoccupate. Si preoccupò piuttosto di sottolineare che la sua era un'analisi di "breve periodo", utile ad esaminare l'effetto sul reddito della variazione di una o più variabili esogene in situazioni nelle quali alcune variabili, e segnatamente il livello di prezzi e salari e le aspettative degli operatori,⁴⁵ in particolare quelle degli investitori, essendo fissate esogeneamente, sulla base degli eventi del passato o delle previsioni che gli operatori formulavano sul futuro, rimanevano invariate.

Il modello IS-LM cerca di estendere l'analisi macroeconomica allo studio di condizioni meno estreme di quelle previste dal modello del moltiplicatore. Esso rappresenta l'inizio di quella che sarà successivamente indicata come "sintesi keynesiano neoclassica", o più semplicemente "sintesi neoclassica", consistente nel tentativo di re includere nella macroeconomia keynesiana elementi ed ipotesi provenienti dalla visione neoclassica antecedente. Nelle intenzioni dell'autore che per primo lo formulò, pochi mesi dopo la pubblicazione della *Teoria Generale* di Keynes (cfr. Hicks, 1937) il modello IS-LM avrebbe dovuto facilitare lo studio delle politiche di gestione della domanda anche in condizioni diverse dalle due condizioni tipiche della recessione sopra richiamate. Nell'articolo originale Hicks si proponeva di esaminare contemporaneamente sia l'equilibrio dei mercati delle merci (che descriveva attraverso la curva IS) sia l'equilibrio dei mercati finanziari (curva LM) individuando nell'unica coppia di valori del tasso di interesse e del reddito reale che portava in equilibrio entrambi la situazione di equilibrio della domanda. Per far ciò egli ripristinava l'ipotesi che gli investimenti aumentassero al decrescere del tasso di interesse, donde l'andamento decrescente della curva IS (ipotesi che Keynes in realtà aveva escluso⁴⁶) e prevedeva una curva LM che

⁴⁵ Va subito sottolineato il ruolo decisivo che Keynes assegnava all'incertezza riguardo al futuro nella sua teoria delle aspettative. Il fatto che le aspettative siano incerte impedisce, come purtroppo ha fatto molta parte della letteratura successiva, di attribuire loro una qualsiasi probabilità; ciò è alla base della metodologia da lui elaborata e in particolare della sua concezione del breve periodo che rende la sua impostazione teorica refrattaria ai tentativi, attuati attraverso l'elaborazione dei modelli IS-LM e AD-AS, di operarne una sintesi con le concezioni neoclassiche di equilibrio, come è chiaro dalle risposte che egli fornì ai suoi critici (si veda, in particolare, Keynes, 1937).

⁴⁶ Se volessimo applicare al modello IS-LM le indicazioni fornite da Keynes nella *Teoria Generale* dovremmo disegnare una curva IS verticale al livello che risolve il modello del moltiplicatore. E' evidente che in tal caso il modello IS-LM sarebbe pleonastico, e di fatto inutile, per lo studio della determinazione del reddito.

fosse inizialmente orizzontale, come è previsto in condizioni di trappola della liquidità per livelli di reddito molto bassi rispetto alle potenzialità produttive del paese, quando la politica monetaria non è in grado di ridurre ulteriormente il tasso di interesse, e assumesse poi l'andamento crescente tradizionalmente indicato da chi studia la politica economica in condizioni "normali" (situazioni cicliche, le cui fasi negative possono essere curate attraverso politiche di sostegno della domanda) per poi acquisire un andamento verticale a partire dalla situazione nella quale tutta la moneta esistente è impiegata in transazioni.⁴⁷

Il fatto di considerare congiuntamente l'equilibrio del mercato delle merci e quello dei mercati finanziari rappresentava una forzatura dell'ipotesi keynesiana di breve periodo, perché, come ebbe a riconoscere lo stesso artefice del modello IS-LM 30 anni dopo (Hicks, 1977; cfr. la prefazione, in particolare pp. V e VI) essa sovrainponeva all'analisi keynesiana del processo di reazione immediata (di breve periodo) dell'intero sistema macroeconomico ad un particolare evento, la variazione di una variabile esogena, una soluzione di "statica comparata" che comportava il raggiungimento di un equilibrio generale in due mercati – per di più l'uno, il mercato delle merci, caratterizzato da grandezze che hanno le caratteristiche di "flussi", e l'altro, il mercato finanziario, da grandezze "fondi",⁴⁸ - ad un problema, il comportamento di un sistema economico come reazione alla rottura di una precedente situazione di equilibrio per il quale è difficile si possa applicare l'ipotesi keynesiana del "breve periodo" in quanto si ipotizza un processo di aggiustamento durante il quale le aspettative e i comportamenti degli operatori necessariamente cambiano. Per studiare tali processi, che sono eminentemente dinamici,⁴⁹ occorrerebbe sviluppare metodi di analisi che per lo meno dovrebbero tener conto della successione degli eventi (prendendo in considerazione il tempo "storico" degli eventi, e considerando quindi il passato come un dato, dal quale proviene la dotazione di fattori produttivi dei quali gli operatori dispongono e il futuro come l'orizzonte temporale rispetto al quale sono formulate le aspettative che indirizzano i comportamenti del presente, come chiari con decisione Joan Robinson (1970), probabilmente l'allieva più fedele di Keynes, la quale coniò per gli utilizzatori del modello IS-LM l'epiteto di keynesiani "bastardi", a sottolineare la parentela assai dubbia che questo tipo di analisi aveva con l'originaria impostazione keynesiana.

Se il modello IS-LM nell'originaria versione elaborata da Hicks costituiva un tentativo di ampliare l'ambito di utilizzazione dell'analisi keynesiana della domanda macroeconomica - mantenendo l'ipotesi che nel breve periodo prezzi e salari sono fissi, seppure imponendo alle aspettative un ruolo passivo, di pura reazione meccanica agli e-

⁴⁷ Un tale andamento della curva LM è stato presentato nel grafico 6.1.1.

⁴⁸ In particolare, le variazioni più comunemente esaminate attraverso il modello IS-LM sono quelle connesse agli effetti delle misure di politica economica: la variazione del livello della spesa pubblica e della tassazione e/o la variazione dell'ammontare di moneta in circolazione.

⁴⁹ Hicks a sua volta cercò di trattare questo problema attraverso la distinzione tra equilibri temporanei ed equilibri completi, con una metodologia alla quale faremo riferimento, sia pure in un altro contesto (la trattazione del riaggiustamento degli squilibri con l'estero) nel capitolo 3.

venti in corso⁵⁰, ma sottovalutando grandemente il ruolo che le aspettative svolgevano nel modello keynesiano originario⁵¹ - un tentativo più deciso di ampliare l'analisi macroeconomica in un contesto di equilibrio macroeconomico pre-keynesiano (successivamente definito walrasiano) fu avviato dai lavori di Pigou (1941) e Modigliani (1944). In tali lavori veniva riesaminato il ruolo della dinamica di prezzi e salari in una prospettiva che abbandonava l'ipotesi del breve periodo e poneva a confronto le ipotesi "keynesiane" del modello IS-LM (equilibrio tra domanda macroeconomica e offerta globale in condizioni di prezzi e salari fissi) con il tradizionale equilibrio pre-keynesiano nel quale prezzi e salari erano liberi di variare, diventando quindi "flessibili", a seguito di situazioni di eccesso dell'offerta rispetto alla domanda macroeconomica (che si riteneva avrebbe provocato la riduzione dei prezzi) e di eccesso di offerta rispetto alla domanda di lavoro (che avrebbe provocato una riduzione dei salari reali). Questa impostazione determinò le condizioni che avrebbero condotto alla nascita del modello AD-AS ma ebbe l'effetto non solo di eliminare due capisaldi dell'analisi keynesiana: (a) l'idea che il diffondersi di aspettative negative potesse impedire l'uscita da situazioni recessive senza un robusto intervento pubblico di sostegno della domanda effettiva, una conclusione keynesiana che era già stata messa in discussione dal modello IS-LM; (b) l'idea che fossero possibili situazioni di equilibrio macroeconomico caratterizzate dal non pieno impiego di risorse produttive, in primo luogo lavoro. Essa fu sostituita dall'idea⁵² che tali situazioni potessero verificarsi nel breve periodo ma che non poteva trattarsi che di equilibri temporanei, di breve periodo, che avrebbero dato luogo a processi di riaggiustamento dell'economia in direzione dell'unico vero equilibrio: quello caratterizzato dal pieno impiego di tutte le risorse produttive esistenti nel paese. Si ritornava così ad una visione dell'equilibrio tipica delle analisi svolte dagli autori che avevano preceduto la rottura teorica keynesiana. Vediamo quindi brevemente gli elementi del modello macroeconomico pre-keynesiano⁵³ che furono reintrodotti nell'analisi macroeconomica incorporata dal modello AD-AS.

⁵⁰ come accade ad esempio nel modello di Mundell e Fleming che è stato esaminato nel paragrafo precedente attraverso l'ipotesi che le aspettative siano "statiche", si adeguino cioè a ciò che sta accadendo senza cercare di anticipare gli eventi futuri.

⁵¹ Va ricordato che l'ipotesi keynesiana, ribadita in risposta alle prime critiche che si levarono all'uscita della *Teoria Generale* (cfr. Keynes, 1937) fa delle aspettative un elemento chiave della teoria. Tale ruolo deriva dalla considerazione che, essendo il futuro sostanzialmente incerto, il modo in cui gli operatori percepiscono e reagiscono a questo dato di fatto della realtà è il punto di inizio dell'analisi svolta con il metodo del moltiplicatore del reddito. La sottovalutazione di questa indicazione keynesiana ha condotto i modelli derivati dalla "sintesi neoclassica" a prestare il fianco alle critiche successivamente sviluppate dalla scuola monetarista di assenza in essi di una trattazione adeguata del problema delle aspettative e all'infausta sostituzione della trattazione in chiave storica del problema delle aspettative con l'ipotesi che le "aspettative siano razionali" che, come vedremo nel capitolo 8, ha costituito l'*humus* dal quale ha tratto origine la crisi finanziaria mondiale.

⁵² Espressa con molto vigore da Don Patinkin e Milton Friedman, il cui punto di vista sarà esaminato più avanti, nel capitolo 8, in quanto diede origine della ripresa di vigore del punto di vista neoclassico-monetarista sul quale si fondò la scuola della "nuova macroeconomia classica" che sarebbe divenuto il riferimento teorico della globalizzazione finanziaria.

⁵³ La migliore esposizione del modello pre-keynesiano è quella contenuta nel manuale di Gardner Ackley (1971).

Il modello pre-keynesiano era basato sulla “legge di Say” secondo la quale “l’offerta determina la propria domanda”. Questo risultato derivava dall’ipotesi che la moneta fosse detenuta soltanto per il motivo delle transazioni e che fosse quindi spesa nella sua interezza, o direttamente da coloro i quali ne entravano in possesso o da coloro che la ottenevano prendendola in prestito. Questa versione della legge di Say fu criticata da Keynes sulla base dell’individuazione dello scopo speculativo del detenere moneta e della trappola della liquidità, ipotizzando la possibilità che una parte della moneta esistente non fosse impiegata né in acquisti di beni né in prestiti ma fosse semplicemente “tesaurizzata” in attesa di possibilità di impiego più vantaggiose. Non è un caso che Keynes abbia dedicato il primo capitolo della *Teoria Generale* proprio alla critica della legge di Say. Gli autori che si dedicarono all’operazione di “sintesi neoclassica” trascurarono questo aspetto, così come trascurarono la concezione di incertezza sulla quale Keynes aveva costruito la sua concezione del breve periodo, e svilupparono l’analisi degli effetti prodotti da variazioni dei prezzi e dei salari sull’equilibrio macroeconomico dalla quale finì per derivare il modello AD-AS.

Il modello AD-AS richiama già nel nome l’indicazione che un equilibrio macroeconomico debba essere caratterizzato dall’uguaglianza tra offerta aggregata e domanda aggregata. Di fatto esso abbandona l’ipotesi keynesiana che la domanda macroeconomica determini l’offerta, riaffermando che, come in qualsiasi mercato microeconomico, domanda e offerta determinino congiuntamente l’equilibrio. Così facendo gli autori neoclassici e monetaristi che elaborarono la “sintesi neoclassica” finirono per circoscrivere la validità della teoria keynesiana alle condizioni tipiche della recessione e al solo “breve periodo” (caratterizzato dall’ipotesi che i prezzi siano fissi) e si posero il problema di esaminare quali effetti le eventuali situazioni di disoccupazione di fattori produttivi previste dal modello keynesiano quando la domanda effettiva si situava al disotto dei livelli che l’offerta avrebbe potenzialmente raggiunto impiegando la totalità dei fattori produttivi disponibili avrebbero prodotto, ritenendo che tali situazioni non potessero essere considerate vere e proprie situazioni di equilibrio “completo”,⁵⁴ in quanto gli eccessi di offerta aggregata avrebbero dato luogo a riduzioni dei prezzi e gli eccessi di offerta di lavoro a riduzioni dei salari.⁵⁵ E’ sulla variazione di questi che pone l’accento il modello AD-AS.⁵⁶

La curva AD descrive gli effetti prodotti sulla domanda aggregata dalla riduzione dei prezzi. La riduzione dei prezzi aumenta il valore in termini reali del reddito distribuito e della quantità di moneta posseduti dagli operatori. L’aumento della quantità reale di moneta produce lo stesso effetto che era descritto nel modello IS-LM da uno

⁵⁴ La dizione equilibrio “completo” sta a indicare il verificarsi di un equilibrio sia tra i “flussi” che determinano l’entità e l’impiego del reddito sia tra i “fondi” che caratterizzano la struttura, sia dal lato dei crediti sia da quello dei debiti, del patrimonio.

⁵⁵ La versione più completa di questa impostazione fu quella elaborata da Don Patinkin e successivamente elaborata da Milton Friedman. La presenteremo nell’ottavo capitolo, quando sarà esaminata la scuola della “nuova macroeconomia classica”.

⁵⁶ Del modello AD-AS non viene presentata in questo capitolo una versione analitica, che si ritiene sia già stata eventualmente presentata in un precedente corso di Macroeconomia, limitandosi a una esposizione descrittiva, che ci è comunque sufficiente per esporre le differenze tra la situazione di economia aperta e quella di economia chiusa agli scambi con l’estero.

spostamento verso destra della curva LM: la quantità di moneta necessaria per gli acquisti si riduce, in quanto le merci costano meno di prima, e gli operatori finanziari rimangono in possesso di una quantità di moneta reale da indirizzare all'acquisto di titoli maggiore rispetto alla situazione precedente la riduzione dei prezzi; aumenta quindi la domanda reale di titoli e si riduce il tasso di interesse, la riduzione del tasso di interesse fa aumentare gli investimenti e il reddito (Tobin, 1980, denomina questo effetto *effetto Keynes*, in quanto esso, pur non essendo stato sudito direttamente da Keynes, deriva dall'analisi keynesiana del mercato finanziario). Ma la riduzione dei prezzi aumenta anche il potere d'acquisto dei consumatori, che potranno impiegare una parte di questo maggior reddito reale, nell'acquisto di beni, aumentando i consumi (trattandosi di un aumento esogeno, esso sarebbe rappresentato nel modello IS-LM da uno spostamento verso destra della curva IS). Questa causa di aumento della spesa per consumi era già presente nel modello macroeconomico prekeynesiano, e rappresentava il meccanismo di riaggiustamento verso la piena occupazione previsto dalla legge di Say in presenza di una domanda di moneta impiegata esclusivamente per il motivo delle transazioni. Pigou (1941) la ribadì negli anni successivi all'uscita della *Teoria generale*, ragion per cui l'effetto assunse successivamente il nome di *effetto Pigou* o *real balance effect*. I due effetti ora indicati ipotizzano entrambi un aumento del reddito reale a seguito di una riduzione dei prezzi. In economia aperta ad essi si aggiunge un terzo effetto che spinge nella stessa direzione: la riduzione dei prezzi aumenta la competitività internazionale delle imprese nazionali e migliora il saldo commerciale del paese nei confronti dell'estero facendo aumentare le esportazioni e diminuire le importazioni. La curva AD assumerà quindi un andamento decrescente sia in economia chiusa che in economia aperta ma avrà anche una maggiore pendenza nel secondo caso rispetto al primo, ad indicare l'aggiungersi dell'effetto sui saldi commerciali con l'estero ai due effetti che operano anche in economia chiusa.

I tre effetti sopraindicati operano in assenza di recessione. In condizioni di recessione entrano, però, in gioco altri effetti, che Keynes elenca nel capitolo XIX della *Teoria Generale*, e che, al contrario dei primi tre, possono far sì che una riduzione dei prezzi, unita ad una riduzione dei salari in modo che non ne soffrano i profitti, produca effetti recessivi di caduta della domanda macroeconomica. Keynes sottolinea in particolare come la possibilità che una riduzione dei prezzi e dei salari possa rilanciare l'attività produttiva dipenda dall'effetto che essa è in grado di produrre sulle aspettative degli investitori e dei consumatori ed è sottoposta al rischio che questi effetti possano essere negativi in tre casi: (a) se il peso dei debiti spinge gli operatori a ridurre le spese (pag. 264);⁵⁷ (b) se investitori e consumatori rinviando al futuro quote di spesa, prevedendo che salari e prezzi continueranno a scendere in futuro (pagg. 262-263); (c) se la propensione a spendere dei soggetti avvantaggiati dalla riduzione dei salari è minore di quella dei salariati (pag. 262; questo evento accadrà, in particolare, tutte le volte in cui gli imprenditori riterranno rischioso investire in presenza di domanda stazionaria⁵⁸). E' evidente che questi tre effetti si verificano in particolare nei periodi recessivi, come erano gli anni trenta del secolo scorso, ai quali occorre peraltro aggiungerne un quarto,

⁵⁷ Questo punto fu all'epoca sottolineato con forza anche da Fisher (1933).

⁵⁸ Questo punto fu sostenuto con estremo vigore anche da Kalecki (1939).

anch'esso recessivo, che, nello stesso periodo, fu propugnato da Irving Fisher (1933): la possibilità che la caduta del valore dei titoli finanziari che sempre si verifica durante una recessione, riducendo la ricchezza a disposizione dei consumatori, si rifletta in una ulteriore caduta delle spese per consumi e per investimenti. In definitiva, in periodi recessivi, come furono gli anni trenta del secolo scorso e come è stato nei paesi ricchi il periodo di crisi finanziaria internazionale iniziato nel 2007, non è possibile affermare in assoluto che la curva AD assuma senz'altro l'andamento decrescente che le è proprio nei periodi normali. Seguendo l'esposizione di Keynes del XIX capitolo della *Teoria Generale*, in tali fasi l'effetto principale di una riduzione dei prezzi e dei salari sulla domanda interna potrebbe pure essere "favorevole al miglioramento della bilancia commerciale e all'aumento degli investimenti" in una singola nazione (pag. 262), ma andrebbe tenuto conto, come Keynes sottolinea con forza più avanti nel XXIII capitolo, che "i guadagni di una nazione" ottenuti attraverso la riduzione dei salari, così come quelli ottenuti attraverso la svalutazione della moneta, "sono compensati da eguali svantaggi a carico di altri paesi" (pag. 338). A chiusura della *Teoria Generale* Keynes ribadì per l'economia aperta il suo sostegno a politiche di espansione della domanda come condizione necessaria perché il mondo ed ognuna delle nazioni che ne fanno parte possa trarre i "mutui vantaggi" della "divisione del lavoro e del finanziamento internazionale" (pag. 382).

A conclusione di questa riflessione è utile riflettere sull'evoluzione della teoria della domanda aggregata da Keynes ai giorni nostri riassumendo brevemente l'impostazione del primo. Nella *Teoria Generale* Keynes distingue nettamente la maggiore rilevanza della teoria del moltiplicatore per un'economia chiusa, ribadendo che l'economia mondiale è per definizione una economia chiusa rispetto alle economie nazionali aperte agli scambi con l'estero. Egli sottolinea inoltre con forza che in condizioni recessive i tentativi di rilancio di singole nazioni attraverso riduzioni dei prezzi e dei salari possono avere effetti positivi per singole nazioni ma i loro effetti sono controbilanciati dagli effetti negativi che producono nel resto del mondo. La logica conclusione di questa impostazione sarà l'impostazione che egli cercherà di dare al sistema finanziario internazionale a favore di politiche di sostegno della domanda coordinate al livello internazionale come strumento di sostegno dell'economia mondiale nel caso si verificassero situazioni recessive che si riassume nella frase, già citata in precedenza, che "a nessun paese sia mai richiesto di attuare politiche che non siano nel suo effettivo interesse". Per l'epoca questa sua idea poteva essere forse prematura ma ora che la globalizzazione ha reso il mondo interdependente occorre riprenderla in seria considerazione.

L'altra idea guida del pensiero keynesiano che ad avviso di chi scrive va prese in seria considerazione oggi che il mondo è di nuovo alle prese con una recessione, per ora non grave come quella degli anni trenta del secolo scorso ma non ancora risolta a quattro anni e mezzo dal suo inizio, riguarda la gestione delle politiche economiche antirecressive. Poiché in tali situazioni gli investitori privati sono preoccupati dal rischio che affronterebbero qualora aumentassero gli investimenti, alla fine del capitolo XII della *Teoria Generale* Keynes esprime le sue indicazioni per controbattere le tendenze recessive in questi termini: "Sono ora piuttosto scettico riguardo al successo di una politica puramente monetaria indirizzata ad influenzare il tasso di interesse. Mi attendo di vedere lo Stato, che si trova nella posizione di calcolare l'efficienza marginale dei beni

capitali sulla base di considerazioni di lungo periodo e dei vantaggi sociali generali, assumere una ancora più ampia responsabilità nell'organizzazione diretta degli investimenti". Quanto alla politica monetaria, nell'ultimo capitolo del libro, il XXIV, dedicato ai principi di filosofia sociale che dovrebbero scaturire dall'applicazione dei programmi di politica economica da lui propugnati, egli auspica che "essa sia indirizzata a sostenere un aumento del volume del capitale che faccia sì che esso non risulti mai più scarso" e che l'abbondanza di capitale porti, grazie alla riduzione dei tassi di interesse percepiti dai prestatori, "all'eutanasia" della figura del rentier e alla piena affermazione della figura dell'imprenditore. Il medesimo capitolo si conclude con un riferimento alle dimensioni mondiali che l'economia stava assumendo e al modo ideale per governarle che oggi suona come una profezia: "Se le nazioni possono imparare a gestire le politiche interne in modo da raggiungere la piena occupazione... il commercio internazionale cesserà di essere quello che oggi è, un disperato espediente per salvare l'occupazione nazionale rafforzando le vendite e restringendo gli acquisti sui mercati esteri, trasferendo, qualora abbia successo, il problema della disoccupazione sui paesi che sono sconfitti nella lotta concorrenziale, ma diventerà un proficuo e libero scambio di merci e servizi in condizioni di vantaggio reciproco".

Ritorniamo su questo tema quando, nel capitolo 8, esamineremo l'orientamento delle politiche economiche in direzione praticamente antitetica all'insegnamento keynesiano che si è sviluppato negli anni della globalizzazione finanziaria ad opera della "nuova macroeconomia (neo)classica" che ha cercato di dare dignità teoretica all'impostazione liberista assunta dalle politiche economiche in questa fase.

Al contrario di quanto accade con la curva di domanda aggregata, le cui caratteristiche si differenziano in condizioni cicliche diverse e secondo il grado di apertura dell'economia, le caratteristiche della curva di offerta aggregata di economia aperta non sono sostanzialmente differenti da quelle dell'economia chiusa. Il legame tra livello della produzione e prezzi ai quali le imprese offrono i loro prodotti dipende dall'andamento della produttività marginale e dal costo dei fattori impiegati. Le tradizionali ipotesi microeconomiche al riguardo sono che nel breve periodo la produttività marginale dei fattori produttivi si riduce all'aumentare della produzione e, di conseguenza, il costo di produzione tende ad aumentare con l'aumento della domanda; d'altronde, anche il costo dei fattori impiegati nella produzione, in particolare quello del lavoro, tende ad aumentare, in quanto ne aumenta la domanda; per entrambi questi motivi all'aumentare della produzione si avrà una tendenza del costo di produzione e del prezzo quotato dalle imprese ad aumentare all'aumentare della produzione. La curva AS di breve periodo sarà quindi caratterizzata da prezzi crescenti al crescere della produzione. Nel lungo periodo e a condizione che il mercato del lavoro si stabilizzi al livello di piena occupazione (definito come il livello di occupazione compatibile con il mantenimento della stabilità dei prezzi) la curva di offerta si fisserà a tale livello, che potremmo indicare con una curva AS di lungo periodo verticale. Per esaminare la logica delle politiche dell'offerta lasceremo per ora da parte qualsiasi considerazione sull'andamento della produttività al variare della produzione - tema che richiederebbe di andare ben oltre le ipotesi di breve periodo sulle quali sono di solito basate le politiche macroeconomiche all'epoca della globalizzazione finanziaria - e assumeremo che la curva AS assuma un andamento crescente nel breve periodo e verticale nel lungo,

accentrando le nostre riflessioni sulle politiche dell'offerta intorno all'obiettivo di stabilizzazione del mercato del lavoro che è diventato in questa fase il riferimento di tali politiche.

6.3.2 *Un modello del mercato del lavoro in economia aperta*

Il funzionamento del mercato del lavoro può essere sintetizzato analiticamente utilizzando un modello piuttosto diffuso che lo descrive in condizioni di concorrenza imperfetta. La caratteristica peculiare delle situazioni di concorrenza imperfetta è che salari e prezzi sono determinati dalle strategie decisionali di lavoratori e imprenditori, i quali agiscono, rispettivamente, come *wage makers* e *price makers*⁶⁰ anziché essere condizionati da mercati che operano secondo le linee della concorrenza perfetta, che li constringerebbero ad agire da *wage takers* e *price takers*⁶¹.

Si ipotizzi che i salari siano fissati, attraverso la contrattazione collettiva, sulla base della seguente condizione (che corrisponde alla situazione descritta dalla curva di Phillips):

$$W/P_c^{\text{att}} = f(u; z) \cdot (Y/N)^{\text{att}} \quad \text{caratterizzata da: } db/du < 0 \quad (6.3.1)$$

dove: W è la retribuzione nominale netta ricevuta dal lavoratore medio, P_c^{att} è l'indice dei prezzi al consumo attesi dai lavoratori per il periodo di decorrenza del contratto di lavoro (il loro rapporto misura il salario reale deflazionato con l'indice dei prezzi al quale fanno riferimento i lavoratori); f è un coefficiente funzionale che sintetizza i risultati della contrattazione tra imprenditori e lavoratori e dipende negativamente dal tasso di disoccupazione (u) e, positivamente, da un vettore z di altri fattori che misurano la forza contrattuale dei lavoratori;⁶² Y è l'output ed N il numero di occupati,

⁵⁹ Il modello qui presentato segue le linee di quelli di Layard e Nickell (1985) e di Blanchard e Kyiotaki (1987), sintetizzati in molti manuali (si vedano, tra gli altri, Carlin e Soskice, 1990, e Blanchard, 2011).

⁶⁰ Essi hanno, cioè, la possibilità di fissare, rispettivamente, i salari e i prezzi, contrattandoli, beninteso entro i limiti del potere di mercato di cui dispongono.

⁶¹ In condizioni di concorrenza perfetta gli operatori, non avendo potere di mercato, non possono fare altro che adeguarsi ai livelli dei salari e dei prezzi che si determinano attraverso le modalità operative del mercato.

⁶² Esistono in letteratura parecchi modelli che esplicitano la forma della funzione di contrattazione. In tutti è postulata l'influenza negativa della disoccupazione sul livello dei salari. Quanto agli altri fattori, i risultati differiscono da modello a modello. Per fare soltanto un esempio, Jackman e altri (1989) ne individuano quattro: il livello dei sussidi alla disoccupazione (un cui aumento, riducendo il costo dello sciopero, permette un maggiore uso di questa arma di pressione, e spinge quindi i salari verso l'alto); la forza relativa del sindacato (il cui aumento, ovviamente, permette ai lavoratori di ottenere dalla contrattazione salari più elevati); l'elasticità della domanda del prodotto (il cui aumento riduce il salario reale, in quanto l'imprenditore incontra maggiore difficoltà a rivalersi dell'aumento dei salari aumentando i prezzi); l'elasticità del prodotto rispetto all'occupazione (il cui aumento accresce la riduzione dei profitti conseguente all'aumento del salario e alla riduzione dell'occupazione, spingendo l'impresa ad opporsi con più forza ad ogni richiesta di aumenti salariali).

Y/N misura la produttività del lavoro, che i lavoratori non conoscono all'atto della contrattazione e che possono soltanto prevedere. Seguendo Carlin-Soskice (1990), chiameremo la (6.3.1) "curva di contrattazione dei salari" (CCS).

Ipotizziamo, poi, che le imprese fissino i prezzi di vendita applicando la formula del "costo normale":

$$P_p = (1 + \mu) \cdot \{ [CdL/(Y/N)] + (p_{mat.1e imp} \cdot \varepsilon \cdot a_2) + (p_{mat.1e naz} \cdot a_1) \} \quad (6.3.2)$$

dove, P_p sono i prezzi alla produzione; $(1+\mu)$ è il coefficiente di ricarico (margine del prezzo sul costo marginale; dove μ è il saggio di profitto lordo, che include, oltre al profitto netto, l'ammortamento del capitale fisso) e misura il potere di mercato di cui godono le imprese; CdL è il costo del lavoro per unità di tempo, comprensivo dei contributi sociali versati dalle imprese, e (Y/N) è, come si è già detto, la produttività media del lavoro; $CdL/(Y/N)$ è, quindi, il costo del lavoro per unità di prodotto⁶³; $p_{mat.1e imp}$ è il prezzo delle materie prime importate ed è moltiplicato per il tasso di cambio reale, ε , per tradurlo in moneta nazionale; $p_{mat.1e naz}$ è il prezzo delle materie prime di produzione nazionale; a_1 e a_2 sono due coefficienti che misurano la quota delle materie prime, rispettivamente nazionali e importate, impiegate nella produzione di una unità di merce. La strategia di fissazione del prezzo da parte delle imprese consisterà, nell'applicare ai costi variabili (qui rappresentati dal costo del lavoro - determinato dalla contrattazione collettiva, dalle politiche aziendali di gestione del personale e dall'incidenza della contribuzione previdenziale - e dal costo delle materie prime per unità di merce prodotta) il coefficiente di ricarico che la concorrenza, nazionale ma soprattutto estera, permette ad ognuna di esse di spuntare. Seguendo Carlin-Soskice (1990) la chiameremo "curva di determinazione dei prezzi".

Le due equazioni (6.3.1) e (6.3.2) sintetizzano, da un lato il modo in cui i rapporti con l'estero incidono sul comportamento delle imprese e dei lavoratori e, dall'altro, richiamano una caratteristica peculiare del mercato del lavoro: la cifra pagata dalle imprese (CDL) è diversa dalla cifra ottenuta dai lavoratori (W). Riguardo a quest'ultimo aspetto, va notato come nessuno dei due "salari" corrisponda alla retribuzione fissata, attraverso la contrattazione, tra impresa e lavoratore ("retribuzione lorda"). Oltre alle retribuzioni lorde le imprese sono infatti tenute a versare i contributi previdenziali e sanitari che la legge o i contratti impongono loro, mentre i lavoratori sono soggetti al pagamento delle imposte sul reddito e della quota di contributi sociali a loro carico.

Poiché, per definizione si ha:

$$W/P_c^{att} = (W/P_p) \cdot [P_p/(P_{c naz}^{att} \cdot b_1 + P_{c imp}^{att} \cdot \varepsilon \cdot b_2)] \quad (6.3.3)$$

e

$$CdL/P_p = (CdL/W) \cdot (W/P_p) \quad (6.3.4)$$

⁶³ L'imprenditore, a differenza dei lavoratori, conosce, e in parte controlla, le caratteristiche del processo produttivo, e quindi l'andamento della produttività al variare delle dimensioni produttive.

Nella (6.3.3) i prezzi al consumo attesi sono distinti tra quelli relativi a merci di produzione nazionale e quelli relativi a merci importate (questi ultimi sono espressi in moneta nazionale moltiplicandoli per il tasso di cambio reale) e sono ponderati sulla base delle quote di beni di consumo dei beni nazionali e dei beni importati (misurate dai coefficienti b_1 e b_2 , rispettivamente; nel caso dei beni importati, i prezzi esteri sono espressi in moneta nazionale sulla base del tasso di cambio reale). Le due equazioni (6.3.1) e (6.3.2) possono essere riscritte nel modo seguente, dando luogo ad una specificazione più adatta delle precedenti ad essere rappresentata graficamente:

$$W/P_p = [(Y/N)^{att} \cdot f(u;z) \cdot (P_{c\ naz.}^{att} \cdot b_1 + P_{c\ imp.}^{att} \cdot \varepsilon \cdot b_2)/P_p] \quad (6.3.5)$$

e

$$W/P_p = [W/(1+\mu)] \cdot \{[(Y/N) \cdot (W/CDL)] + [1/(p_{mat. le imp. \varepsilon. a2} + p_{mat. le naz. a1})]\} \quad (6.3.6)$$

L'equilibrio del mercato del lavoro – inteso come quella situazione nella quale le richieste salariali dei lavoratori sono compatibili con la capacità delle imprese di fissare prezzi di vendita in grado di produrre il tasso di profitto lordo, μ , da esse richiesto, facendo i conti con la concorrenza, nazionale e internazionale - si verificherà nel punto in cui la retribuzione contrattata sulla base della funzione di contrattazione del salario (decescente al crescere della disoccupazione, come è descritta dalla “curva di contrattazione dei salari”, CCS, rappresentata dall’equazione 6.3.5) eguaglierà la retribuzione compatibile con il livello del prezzo fissato dall’impresa sulla base della concorrenza affrontata, dipendente dal coefficiente μ e misurata dalla “curva di determinazione dei prezzi”, CDP, rappresentata dall’equazione (6.3.6).

Le due equazioni indicano che nella determinazione di prezzi e salari sono all’opera tanto fattori interni quanto fattori legati agli scambi con l’estero. La CCS indica che le richieste salariali avanzate dai lavoratori e dai loro rappresentanti sono formulate sulla base di tre fattori: la produttività (prodotto per lavoratore) che i lavoratori si aspettano possa essere raggiunta dall’impresa, la forza contrattuale dei lavoratori (frenata, eventualmente, dalla presenza di disoccupazione), il livello dei prezzi al consumo. E’ su quest’ultimo che incide l’apertura dell’economia agli scambi con l’estero: quando una parte dei beni al consumo sono importati dall’estero le richieste salariali sono inevitabilmente influenzate dalla dinamica dei loro prezzi in moneta nazionale (dati dal prodotto tra i prezzi esteri, espressi in valuta, e il tasso di cambio reale). L’incidenza dei prezzi esteri sulle richieste dei lavoratori nazionali è massima quando i beni importati non possono essere sostituiti da beni nazionali e si tratti di beni a domanda rigida, come è, ad esempio, il caso della benzina per un paese che non produca petrolio o il caso dei beni agricoli per un paese che non li produca. Le richieste salariali traggono forza dall’esistenza di condizioni di ridotta disoccupazione (u basso) e dalla presenza di fattori ad esse favorevoli (indicate nell’equazione 6.3.5 con il fattore z). La capacità dell’impresa di farvi fronte positivamente, evitando conflitti ma anche ottenendo il tasso di profitto lordo desiderato, dipende dal livello dei prezzi alla produzione che essa riesce a spuntare e dai guadagni di produttività che riesce ad ottenere. Un primo, e nelle condizioni prodotte dalla globalizzazione, decisivo, elemento internazionale che condiziona questa strategia è il vincolo che i concorrenti esteri impongono alle possibi-

lità di ottenere profitti delle imprese nazionali. Per esaminare questo aspetto del problema è meglio rifarsi all'equazione 6.3.2 piuttosto che alla 6.3.6, che della prima non è altro che una semplice rielaborazione, utile per evidenziare quale sia il livello salariale che le imprese possono permettersi data la concorrenza internazionale e per inserire la CDP nello stesso grafico della CCS, come faremo tra poco. L'equazione indica anche l'altro canale attraverso il quale i rapporti con l'estero incidono sulla determinazione dei prezzi: il prezzo, espresso in moneta nazionale,⁶⁴ delle materie prime importate; un suo eventuale aumento, come è accaduto spesso negli ultimi decenni con riguardo al prezzo del petrolio, acuisce i conflitti distributivi tra imprese e lavoratori in quanto - a meno che non possa essere assorbito da un adeguato aumento dei prezzi di vendita, operazione possibile soltanto se l'aumento colpisce i concorrenti esterni in misura analoga - costringe le imprese o ad offrire livelli salariali più bassi o ad accettare una riduzione dei profitti.

L'impiego più fruttifero di questo modello è quello di esaminare i conflitti distributivi che possono insorgere nell'economia nazionale, costringendola, nel caso tali conflitti si verificano, ad operare con un tasso di disoccupazione "naturale" più elevato di quanto sarebbe possibile in presenza di conflitti di minore entità, al fine di evitare l'insorgere di processi inflazionistici che, in economia aperta, rischiano di produrre danni maggiori che in economia chiusa, in quanto, oltre ad ampliare la possibilità che il processo inflazionistico diventi cumulativo, possono ridurre il livello di competitività delle imprese nazionali nei confronti dell'estero. Il modo in cui ciò avviene può essere esaminato con l'aiuto del grafico 6.3.1 che riporta, nella sezione a, le due curve CCS e CDP individuando il punto di equilibrio, E, al quale corrispondono il livello del salario reale che rende compatibili i due processi di contrattazione del salario tra imprese e lavoratori e di determinazione dei prezzi da parte delle imprese e il tasso di disoccupazione "naturale" (u_N). A tale punto di equilibrio sul mercato del lavoro corrisponderà la curva di offerta aggregata che, congiuntamente alla curva di domanda aggregata, determinerà l'equilibrio macroeconomico (punto E' nella sezione b del grafico).

⁶⁴ e quindi includente l'operazione di cambio dalla valuta nella quale è espresso alla moneta nazionale.

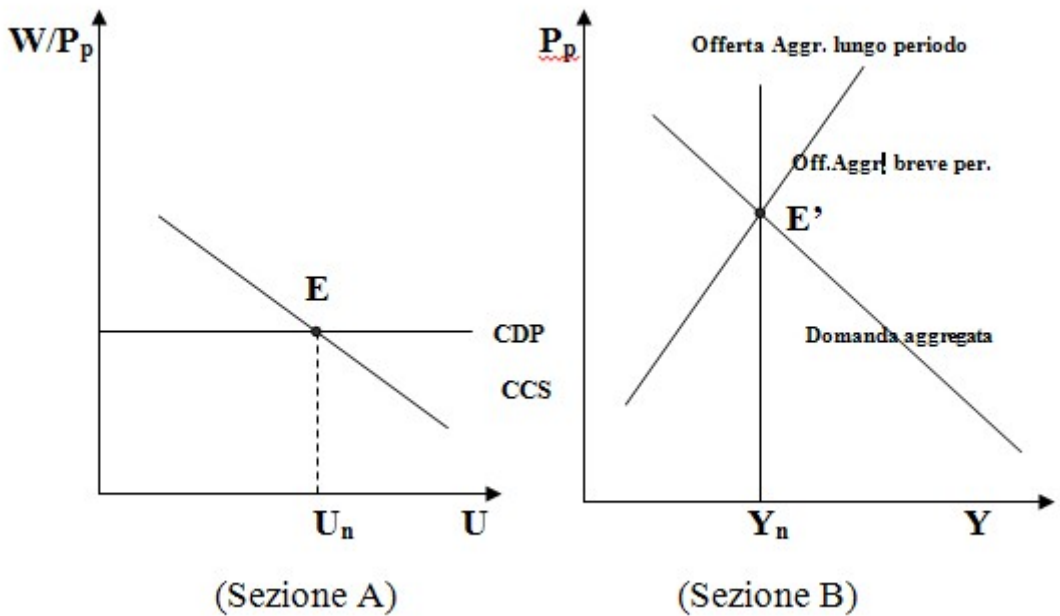


Grafico 6.3.1: L'equilibrio di lungo periodo nel mercato del lavoro (sezione A) e nell'intera economia (sezione B).⁶⁵

L'equazione (6.3.5) può essere utilizzata per descrivere il modo in cui si svolge la contrattazione salariale, evidenziando, in particolare il ruolo che in tale processo svolgono, anzitutto, le aspettative e, in secondo luogo, i rapporti con l'estero al verificarsi di eventi che modificano le condizioni che hanno portato all'equilibrio. Si ipotizzi, ad esempio, che i lavoratori si attendano un aumento dei prezzi (essendo noi interessati a studiare il funzionamento dell'economia aperta, ipotizziamo che l'aumento dei prezzi al consumo attesi abbia origine all'estero o sia conseguente al deprezzamento della moneta nazionale; in entrambi i casi perché si verifichino gli sviluppi che andiamo ad esaminare, occorre che i beni al consumo esteri i cui prezzi in moneta nazionale aumentano non possano essere sostituiti da beni di produzione nazionale se non a prezzi comunque superiori ai prezzi in moneta nazionale dei beni importati sia prima sia dopo l'aumento di questi ultimi). Un livello dei prezzi al consumo attesi crescenti spingerà i lavoratori a battersi a fondo per ottenere aumenti dei salari compatibili con l'inflazione attesa. Se le imprese non riescono a scaricare l'aumento dei salari sui prezzi di vendita a causa della concorrenza internazionale, ciò comporterà un aumento del tasso di disoccupazione necessario a frenare le richieste salariali altrimenti eccessive (questa situazione è descritta nel grafico 6.3.2; si noti che il tasso di disoccupazione che porta in

⁶⁵ Si tenga conto del fatto che le grandezze riportate sugli assi cartesiani dei due grafici sono differenti. Non vanno pertanto ricercate relazioni quantitative tra l'uno e l'altro.

equilibrio il mercato del lavoro dopo il mutamento delle aspettative non può essere considerato “naturale”, se a tale aggettivo si attribuisce la proprietà di dar luogo a un equilibrio stabile. Lo abbiamo perciò indicato come u^{asp} . Altri eventi che possono provocare lo spostamento a destra della CCS sono: (a) l’attesa di aumenti della produttività del lavoro superiori alle prospettive effettive (conosciute dalle imprese, che però spesso incontrano difficoltà concrete a convincere lavoratori e sindacati nell’ambito della contrattazione) provocherà l’aumento da u_N a u^{asp} . (b) Anche un rafforzamento del potere contrattuale dei lavoratori (aumento di z , nei termini dell’equazione 6.3.5) provoca lo spostamento a destra della CCS, con conseguenze analoghe a quelle appena descritte, (c) così come una riduzione dell’efficacia della disoccupazione come freno alle richieste salariali.⁶⁶

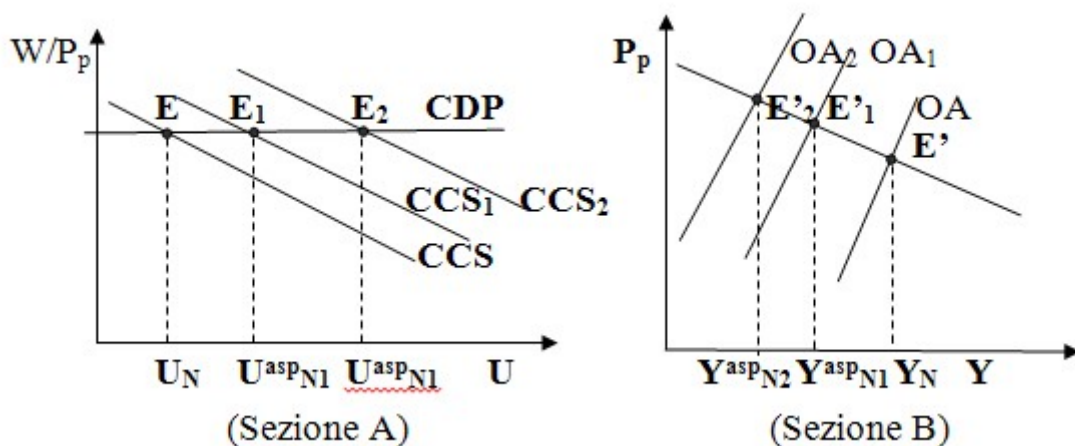


Grafico 6.3.2: Tanto un aumento dell’inflazione attesa quanto un aumento della produttività attesa spostano la CCS verso l’alto (dapprima da CCS a CCS1 e, successivamente a CCS2) determinando aumenti del tasso di disoccupazione “naturale” (dapprima da u_N a u^{asp}_{N1} e, successivamente a u^{asp}_{N2} , come è descritto nella sezione A del grafico) e riduzioni del reddito ad esso corrispondente (dapprima da Y_N a Y^{asp}_{N1} e, successivamente a Y^{asp}_{N2} ; si veda la sezione B) che durano fino a che le aspettative non tornano ad allinearsi alla realtà.

Analoghi effetti di aumento del tasso di disoccupazione naturale possono derivare dall’operare dei fattori che incidono sulla CDP spostandola verso il basso: (a) bassa dinamica della produttività, in particolare se la sua crescita si situa al disotto della crescita del costo del lavoro, (b) aumento del prezzo in moneta nazionale delle importazioni di materie prime e (c) aumento del costo del lavoro al disopra dell’aumento delle retribuzioni nette. Queste situazioni sono descritte nel grafico 6.3.3.

⁶⁶ Nell’analisi delle tre situazioni descritte come a, b e c si parla spesso di riduzione della flessibilità del mercato del lavoro, donde la tendenza ad individuare nel movimento opposto, aumento della flessibilità, la soluzione ai problemi del mercato del lavoro da privilegiarsi in ogni caso.

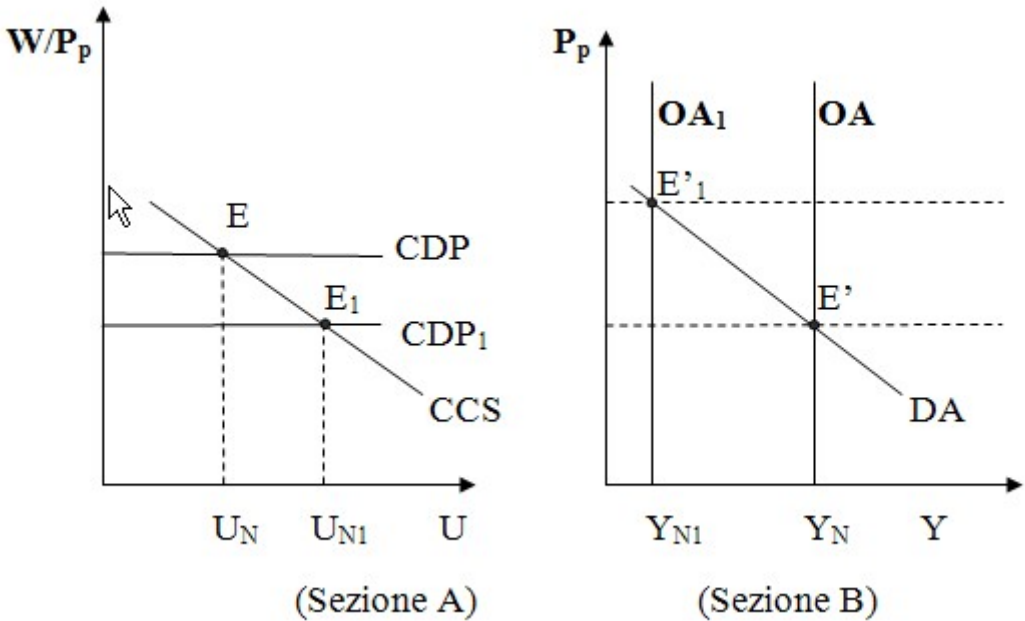


Grafico 6.3.3: Un aumento della concorrenza internazionale che costringa le imprese a ridurre i salari reali che esse sono in grado di pagare ai lavoratori nazionali senza dover ridurre il tasso di profitto sposta la CDP in CDP_1 , facendo crescere il tasso di disoccupazione “naturale” e facendo ridurre la produzione ad esso corrispondente.

La situazione che sarebbe ideale, sia in economia chiusa sia in economia aperta, e che può quindi costituire un punto di riferimento per la gestione della politica economica, è descritta nel grafico 6.3.4: l’obiettivo principale degli interventi di politica economica dovrebbe essere l’aumento della produttività del lavoro, accompagnato dall’adozione di politiche dei redditi, a volte ridefinite “politiche di concertazione”, ad indicare come la loro adozione necessiti dell’accordo tra le parti sociali su obiettivi anti-inflazionistici proposti dai gestori della politica economica. In tal caso un aumento della produttività del lavoro, correttamente previsto dai lavoratori all’atto della contrattazione, sposta le curve CCS e CCD verso l’alto nella medesima misura, mantenendo invariato il tasso di disoccupazione naturale ma, allo stesso tempo, spostando verso destra la curva di “offerta aggregata” in misura percentualmente uguale all’aumento della produttività.

L’equilibrio macroeconomico si fisserebbe nel punto E'_1 , caratterizzato da prezzi inferiori e produzione superiore rispetto all’equilibrio precedente (punto E'). In tutte le situazioni nelle quali potrebbero verificarsi tali effetti negativi sarebbe opportuno che alle politiche dell’offerta, che spostano la curva di offerta aggregata verso destra, si accompagnino politiche di sostegno della domanda aggregata che spostino la relativa

curva nella medesima proporzione, portando l'equilibrio dal punto E' al punto E'₂, in modo da evitare i pericoli insiti nella deflazione dei prezzi.⁶⁷

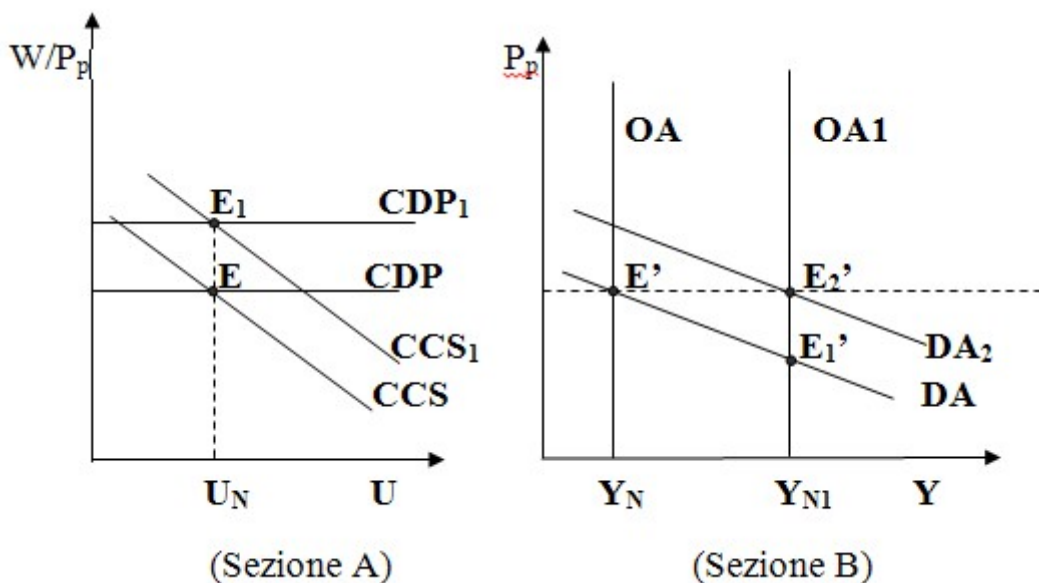


Grafico 6.3.4: Un aumento della produttività del lavoro correttamente previsto all'atto della contrattazione delle retribuzioni sposta tanto la CDP quanto la CCS verso l'alto, lasciando invariato il tasso di disoccupazione "naturale" ma producendo un aumento della produzione ad esso corrispondente. In presenza di condizioni deflative è utile che i *policy-maker* accompagnino la crescita della produzione con politiche della domanda espansive, in modo da evitare l'insorgere di tendenze recessive.

Considerando che in condizioni di equilibrio di lungo periodo le aspettative debbono conformarsi al livello effettivo delle grandezze attese [e che quindi, in tale situazione, P_c^{att} eguaglia P_c e $(Y/N)^{att}$ eguaglia Y/N] possiamo derivare - eguagliando la (6.3.5) e la (6.3.6) - la condizione di equilibrio del mercato del lavoro nel lungo periodo:

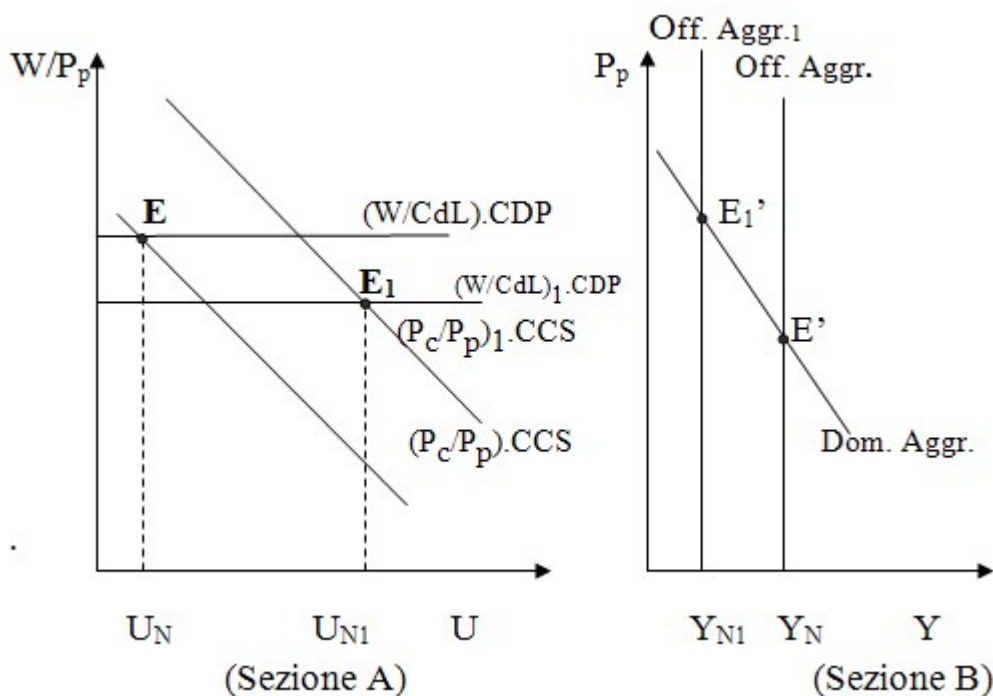
$$(Y/N) \cdot f(u; z) \cdot [(P_{cnaz}^{att} \cdot b_1 + P_{cimp}^{att} \cdot \varepsilon \cdot b_2) / P_p] = [W / (1 + \mu)] \cdot \{ [(Y/N) \cdot (W / CdL)] + [1 / (p_{mat.le. imp. \cdot \varepsilon \cdot a_2} + p_{mat.le. naz. \cdot a_1})] \} \quad (6.3.7)$$

La (6.3.7) evidenzia come anche variazioni dei rapporti (CdL/W) e (P_c/P_p) possano incidere sull'equilibrio strutturale del mercato del lavoro, modificando i valori del tasso di disoccupazione "naturale", e quindi sommando i loro effetti a quelli prodotti dalla

⁶⁷ Ritourneremo sull'analisi degli effetti deflativi della riduzione dei prezzi e dei salari nel capitolo 8, trattando degli sviluppi recenti della crisi finanziaria mondiale.

politica dei redditi. Nel grafico 6.3.5 viene rappresentato il loro *modus operandi*. Un aumento del rapporto (P_c/P_p) sposta la curva di contrattazione dei salari verso l'alto, indicando in tal modo la pressione dei lavoratori a reagire ad aumenti dei prezzi al consumo accrescendo le richieste salariali. Un aumento del rapporto CdL/W sposta invece la curva di determinazione dei prezzi verso il basso, indicando che un aumento del rapporto tra costo del lavoro e retribuzione netta spinge l'impresa a ridurre quest'ultima per mantenere invariati i margini di profitto, non potendo aumentare i prezzi di vendita, operazione che ipotizziamo esserle impedita dalla concorrenza internazionale.

Nel grafico si ipotizza che entrambi i rapporti aumentino, come accade di solito in Italia. I due movimenti determinano lo spostamento dalla posizione di equilibrio E - determinata dall'incontro tra la curva di contrattazione dei salari iniziale, indicata come $(P_c/P_p).CCS$ e la curva di determinazione dei prezzi precedente l'aumento del costo del lavoro, $(W/CdL).CDP$ - alla posizione di equilibrio E_1 : determinata dall'incontro tra le due curve dopo gli spostamenti: $(P_c/P_p)_1.CCS$ e $(W/CdL)_1.CDP$. In E_1 le retribuzioni nette di equilibrio sono più basse di quelle iniziali (a parità di costo del lavoro unitario sostenuto dall'impresa, di prezzi di vendita da essa praticati e, quindi, di profitti unitari ottenuti; l'unica variabile ad essere aumentata è il contributo fiscale ottenuto dallo stato sull'impiego del fattore lavoro) ed è aumentato il tasso di disoccupazione "naturale".



6.3.5: L'aumento di P_c/P_p sposta la CCS verso destra mentre l'aumento di CdL/W sposta la CDP verso il basso. L'effetto di ognuno dei due aumenti è di accrescere il tasso di disoccupazione "naturale" e di conseguenza di ridurre il livello del reddito ad esso corrispondente.

2.3.3 Una prima, parziale, conclusione sulle politiche dell'offerta

Le politiche economiche che operano dal lato dell'offerta dovrebbero quindi, da un lato concentrarsi nell'evitare che i conflitti distributivi - sia quelli derivanti dalla contrattazione sindacale sia quelli indotti dagli effetti strutturali - diventino così aspri da rendere troppo difficile il mantenimento dell'equilibrio a livelli del tasso di disoccupazione naturale non troppo elevati e, dall'altro, nell'attuare politiche che facilitino l'aumento della produttività del lavoro. Sarebbero queste le politiche più efficaci per sostenere la competitività internazionale del paese, determinandone la crescita produttiva e sociale. Purtroppo, come vedremo nel capitolo 8, la globalizzazione si sta svolgendo in condizioni che non incentivano questa evoluzione: da un lato, infatti, la concorrenza dei paesi a bassi salari nei confronti dei paesi che, grazie alla crescita registrata nel secolo scorso, avevano raggiunto livelli salariali elevati, tende a ridurre le retribuzioni dei lavoratori a minore specializzazione di questi ultimi, riducendo i redditi delle classi medie; dall'altro, nei paesi ad alto debito

pubblico le spese per l'istruzione, la ricerca, la sanità e la previdenza sociale sono spesso le prime ad essere ridotte – rischiando, nel lungo periodo, di deteriorare la competitività internazionale e la coesione sociale di molti paesi e di impedire all'economia mondiale di uscire definitivamente dalla recessione.⁶⁸

⁶⁸ Una robusta posizione competitiva internazionale, che permetta alle imprese di ottenere adeguati margini di profitto è di fatto una preconditione perché ciò avvenga. Ma cosa fare quando non si verifica?

7

La determinazione del tasso di cambio

Le condizioni di fondo che caratterizzano e indirizzano in questa fase storica il modo in cui i tassi di cambio si determinano ed evolvono nel tempo sono state introdotte nel paragrafo 5.3. In questo settimo capitolo sono esaminati i modelli che studiano la determinazione del tasso di cambio nel breve, nel medio e nel lungo periodo e i problemi che possono derivarne, primo tra tutti l'esplosione di crisi valutarie.

Nel paragrafo 7.1 sono presentati i modelli che studiano la determinazione del tasso di cambio nel breve e nel medio periodo. Nel paragrafo 7.2 viene esaminata la determinazione del tasso di cambio nel lungo periodo. Infine, nel paragrafo 7.3, ci si chiede come si passa dal breve al lungo periodo.

Prima di addentrarci in questa analisi è utile sintetizzare brevemente il percorso logico che seguiremo nei tre paragrafi di questo capitolo.

Come premessa allo studio dei problemi che saranno esaminati va sottolineato che la caratteristica peculiare dei processi di globalizzazione che hanno avuto luogo nella seconda metà del XX secolo è stata l'integrazione dei mercati finanziari. Come è già stato rilevato nel paragrafo 5.3, e come sarà approfondito in chiave storico-cronologica nel capitolo 8, i movimenti finanziari internazionali assumono oggi dimensioni incommensurabilmente più ampie degli scambi internazionali di beni e servizi. In questa situazione i tassi di cambio sono determinati nel breve periodo pressoché esclusivamente dai fattori che danno origine a movimenti di capitale finanziario. La condizione di equilibrio del mercato dei cambi che ne deriva, definita "parità dei tassi di interesse", è già stata presentata in forma introduttiva nel paragrafo 5.3:

$$i_{nazionale} = i_{mondiale} + \text{Deprezzamento \% atteso della moneta nazionale} \quad (7.1a)$$

Nel paragrafo 7.1.1 essa sarà derivata formalmente, a partire da un modello microeconomico, nel quale gli operatori finanziari scelgono i titoli, nazionali o esteri, nei quali impiegare la loro ricchezza sulla base del rendimento che da tali titoli ritengono di poter ottenere, tenendo conto della probabilità che i tassi di cambio varino in futuro. Essa esprime l'idea di base dell'*arbitraggio*, che costituisce il principio sulla base del quale il mercato opera in modo efficiente: in equilibrio i tassi di interesse dei titoli scambiati nel mercato finanziario mondiale sono necessariamente eguali, in quanto qualsiasi tito-

lo che fornisca ai possessori di ricchezza un rendimento più basso degli altri, a parità di rischio,¹ non sarebbe acquistato. In queste condizioni il principale fattore che può determinare differenze tra i tassi di interesse di titoli denominati in monete differenti è, appunto, il diffondersi tra gli operatori finanziari di aspettative che il tasso di cambio possa variare.

Nel paragrafo 5.3.3 è stato presentato un grafico (1.3) che mostra l'evoluzione del tasso di cambio dollaro/euro dalla data di nascita di quest'ultimo ad oggi, ed è stato sottolineato come la sua dinamica indichi il tipico andamento seguito dai tassi di cambio da 30 anni a questa parte, caratterizzato dalla combinazione di tre tendenze, una di breve,² una di medio e una di lungo periodo: in particolare, nel breve periodo il tasso di cambio dà spesso l'impressione di essere determinato soltanto dalle aspettative degli operatori che in esso operano; nel medio periodo si nota il susseguirsi di movimenti di ampie dimensioni che mutano direzione nel corso del tempo,³ per poi evolversi, a volte, in direzione di un equilibrio di lungo periodo, di solito mutevole nel tempo, in ragione della molteplicità degli shock che lo modificano praticamente di continuo, e perciò quasi mai raggiunto. Il paragrafo 7.1.2 è dedicato alla presentazione di due modelli che sono stati elaborati negli anni settanta e ottanta del secolo scorso per spiegare la dinamica di medio periodo dei tassi di cambio. Il primo è il modello delle "bolle speculative", che sviluppa l'analisi della determinazione del tasso di cambio in un prospettiva microeconomica, spiegando come, in presenza di aspettative "razionali", sia possibile che il tasso di cambio sia spinto, e rimanga, al di fuori del suo valore di equilibrio anche per periodi di tempo relativamente lunghi, dalla possibilità per gli speculatori di ottenere profitti speculativi qualora riescano ad uscire dal mercato nel momento ad essi più favorevole, cioè dopo aver lucrato i guadagni resi possibili dalla "bolla" e immediatamente prima che essa esploda; per converso, al momento dell'esplosione della bolla gli operatori che si trovano in possesso delle attività finanziarie sopravvalutate a seguito della bolla, subiranno le perdite derivanti dalla caduta dei corsi. Il secondo modello che

¹ Si noti che la condizione di perfetta mobilità dei capitali implica l'assenza di rischio per tutti i titoli trattati nel mercato finanziario mondiale.

² Si noti che nei mercati dei cambi il breve periodo (definito come quel lasso di tempo necessario perché il mercato reagisca ad uno shock inatteso, raggiungendo una nuova posizione di equilibrio) è ridottissimo, a volte appena pochi minuti, o addirittura, nei mercati telematici, pochi secondi.

³ Nel caso del cambio dell'euro nei confronti del dollaro, che è stato esaminato nel paragrafo 5.3.3 ad un consistente deprezzamento, di ben oltre il 30%, che ha avuto luogo tra gennaio 1999 e ottobre 2000, ha fatto seguito un periodo di circa 18 mesi durante i quali il tasso di cambio ha oscillato intorno a valori di poco superiori al minimo, toccato il 26 ottobre 2000, per poi puntare decisamente al rialzo, fino a raggiungere un valore massimo relativo sul finire del dicembre 2004 al culmine di un lungo apprezzamento che ne ha incrementato il valore di circa il 65% rispetto al precedente minimo, portandolo ad un livello nettamente superiore a quello di partenza, per poi stabilizzarsi intorno a tale valore per quasi tre anni. (I movimenti successivi riflettono le dinamiche della crisi finanziaria e reale che ha colpito l'economia globalizzata a partire dall'estate 2007 e non rientrano quindi in questo schema). Alla base delle tendenze dapprima al deprezzamento e poi all'apprezzamento dell'euro avvenuti nella fase qui richiamata operavano fattori concreti, ma l'ampiezza delle variazioni andava ben al di là dell'effetto dei fattori che le determinavano e può essere spiegata soltanto come il prodotto di una "bolla" sul dollaro, probabilmente causata dall'accumulo di ingenti quantità di riserve ufficiali denominate in dollari, come si vedrà nel capitolo 8.

sarà esaminato è il modello dell'*overshooting*, che affronta l'analisi dell'evoluzione temporale della dinamica del tasso di cambio a seguito del verificarsi di uno *shock* monetario sul terreno macroeconomico. Esso giunge alla conclusione che, anche in questo caso in presenza di aspettative razionali, la reazione del mercato dei cambi ad eventi inattesi sarà inizialmente tale da spingere il tasso di cambio ben al di là del valore di equilibrio e che soltanto nel lungo periodo, sempre ipotizzando che le aspettative rimangano razionali, il mercato sarà in grado di ritornare al livello di equilibrio, dando luogo a dinamiche del tasso di cambio che possono perdurare nel tempo.

In definitiva, entrambi questi modelli - pur ipotizzando che le aspettative degli operatori finanziari siano determinate in modo "razionale" (siano in grado, cioè, di cogliere correttamente le tendenze in atto nei mercati dei cambi) - raggiungono la conclusione che spesso i movimenti di breve periodo sono destinati a perdurare nel tempo e lasciano intravedere, anche se lo escludono dall'ambito della loro analisi attraverso l'ipotesi di aspettative razionali, il pericolo che in tali condizioni l'evoluzione del tasso di cambio possa produrre effetti sulle grandezze reali dell'economia. Ciò ha luogo in tutti i casi in cui nel medio periodo cambiano le condizioni strutturali, per il verificarsi di shock reali, o viene meno la fiducia degli operatori finanziari nella validità delle aspettative razionali. L'analisi di queste situazioni è rimandata al paragrafo 7.3, nel quale saranno esaminati i modelli che rimuovono l'ipotesi delle aspettative razionali.

Il paragrafo 7.2 è dedicato alla definizione e all'analisi del tasso di equilibrio di lungo periodo. Si vedrà che nel lungo periodo il tasso di cambio è principalmente determinato dalle condizioni di competitività sui mercati internazionali delle merci prodotte dai paesi ai quali esso si riferisce, in quanto sono queste ultime a determinare il raggiungimento dell'equilibrio "completo" della bilancia dei pagamenti,⁴ senza il verificarsi del quale il mercato dei cambi continua ad essere sottoposto a pressioni che modificano progressivamente i tassi di cambio. Si sottolineeranno anche le differenze che nell'evoluzione del tasso di cambio di equilibrio di lungo periodo sono determinate, rispettivamente, dal fatto che le condizioni di competitività internazionale si modifichino a seguito di disturbi che traggono origine dal funzionamento dei mercati monetari (si parla in tal caso di *shock monetari*) oppure dal funzionamento dei mercati reali (si parla allora di *shock reali*).

Emerge il problema relativo al modo in cui nei mercati dei cambi si svolge il passaggio dall'equilibrio di breve all'equilibrio di lungo periodo. Questo tema è trattato nel paragrafo 7.3. In esso viene esaminato il processo di revisione delle aspettative che rende coerenti gli apparentemente discordanti modelli di determinazione del tasso di cambio di breve, medio e lungo periodo. Questo problema è esaminato utilizzando un ulteriore modello che studia il comportamento del mercato finanziario mondiale, il modello dell'*Asset Market Approach* (modello dell'equilibrio di portafoglio). Tale modello studia la determinazione dei tassi di cambio in presenza di comportamenti degli operatori finanziari internazionali determinati da condizioni di incertezza che comportano la presenza di premi per il rischio. Esso indica, in particolare, come il passaggio dall'equilibrio di breve all'equilibrio di lungo periodo dipenda crucialmente dalla solidità finanziaria del paese che prende a prestito sul mercato mondiale, il quale sta accu-

⁴ Concetto, quest'ultimo, che è stato definito nel paragrafo 5.2.

mulando disavanzi delle partite correnti e si sta indebitando nei confronti dell'estero, e dalle aspettative che gli investitori finanziari vanno formulando riguardo alla sua capacità di far fronte all'indebitamento. Si sottolineerà che se il mercato finanziario del paese che si indebita nei confronti dell'estero è in grado di continuare ad attrarre capitali finanziari nonostante l'aumento del debito, conseguente al perdurare di disavanzi commerciali con l'estero e agli interessi che debbono essere corrisposti per rinnovare il debito estero, i tempi di riaggiustamento possono essere anche molto lunghi⁵. Si evidenzierà, tuttavia, che, se ciò non si verifica, i processi di revisione delle aspettative che sovraintendono al passaggio dall'equilibrio di breve all'equilibrio di lungo periodo possono dar luogo a crisi valutarie nel paese che si indebita nei confronti dell'estero e che tali crisi possono produrre effetti negativi sulla dinamica reale delle economie che ne sono colpite. In tali casi il riaggiustamento verso l'equilibrio, che nel frattempo è probabile si sia pesantemente deteriorato a seguito della crisi, può assumere forme traumatiche. L'esperienza di crisi valutarie si è verificata spesso negli ultimi decenni in moltissime occasioni e in numerosi paesi. L'analisi svolta in questo capitolo va quindi letta anche come premessa ad una riflessione più approfondita sui problemi di fronte ai quali si trova oggi il sistema monetario internazionale e sulle proposte di riforma dell'architettura finanziaria internazionale che sono state avanzate negli ultimi anni, che saranno esaminati nel capitolo 8.

7.1 Modelli sulla determinazione del tasso di cambio nel breve e nel medio periodo

7.1.1 La determinazione del tasso di cambio nel breve periodo: il principio della parità dei tassi d'interesse

E' già stato sottolineato che nella situazione di globalizzazione finanziaria che caratterizza il mondo all'inizio del XXI secolo i movimenti di capitale finanziario assumono dimensioni estremamente più ampie di quelli delle partite correnti e di fatto determinano il tasso di cambio, almeno nel breve periodo.

Inizieremo quindi la nostra trattazione dell'argomento esaminando il processo di scelta di fronte al quale si trova un operatore finanziario che voglia massimizzare il rendimento del suo portafoglio titoli scegliendo se detenere la sua ricchezza in titoli denominati in moneta nazionale o in titoli denominati in valuta estera. L'acquisto di un titolo denominato in moneta nazionale gli permetterebbe di ottenere il tasso di interesse in vigore nel suo paese al tempo in cui l'investimento finanziario è stato effettuato; in-

⁵ Gli Stati Uniti, che dispongono della struttura economica e del mercato finanziario più robusti del mondo, hanno accumulato, nel corso degli ultimi tre decenni, un debito nei confronti dell'estero di dimensioni gigantesche (i dati saranno presentati e discussi nel capitolo 8) senza che la fiducia degli investitori finanziari mondiali nel dollaro si sia ridotta fondamentalmente. Altri paesi - tra i quali l'Italia negli anni che vanno dal 1992 al 1995 e una miriade di altre nazioni nel corso degli ultimi trenta anni - hanno dovuto sopportare crisi finanziarie di estrema gravità (subendo danni molto gravi) a fronte di debiti di dimensioni, assolute e, soprattutto, relative (commisurate al PIL che tali nazioni erano in grado di produrre) incommensurabilmente più modeste.

dichiamo tale tasso con la notazione i_t , dove t rappresenta la data in cui il titolo viene acquistato. Se ipotizziamo, per semplicità di calcolo, che la ricchezza in questione sia pari a un euro, investendola nell'acquisto di un titolo nazionale alla scadenza egli otterrà il capitale investito e l'interesse accumulato: $1 + i_t$. Il nostro investitore finanziario può però rivolgersi anche al mercato estero. In questo caso, egli acquisterà al tempo t la quantità di valuta estera che il mercato gli fornisce in cambio del suo euro e la impiegherà nell'acquisto di titoli sul mercato estero. L'acquisto di valuta estera avverrà al tasso di cambio in vigore al tempo t , che definiremo E_t ; ipotizzando che l'investimento finanziario estero alternativo sia rappresentato da titoli denominati in dollari e che ci si trovi in condizioni di tasso di cambio "certo per incerto", come avviene per il tasso di cambio euro/dollaro, si tratterà della quantità di dollari corrispondente all'euro di partenza. Alla scadenza del titolo estero, che ipotizziamo abbia luogo tra un anno per facilità di confronto con l'investimento in titoli nazionali, egli otterrà la restituzione dell'ammontare di dollari investito, E_t , più l'interesse maturato, pari a $(i_t^* \cdot E_t)$ (dove i_t^* indica il tasso di interesse del mercato finanziario statunitense). In definitiva, otterrà quindi: $E_t \cdot (1 + i_t^*)$. Per incassare il rendimento di questo investimento occorrerà però che egli venda i dollari contro euro; ma a che prezzo sarà possibile effettuare questa vendita? Al tasso di cambio euro per dollari (che è l'inverso del tasso di cambio dollari per euro, e che esprimeremo quindi come $1/E$) che sarà in vigore al momento della scadenza del titolo estero ($t+1$, nel nostro esempio). Il tasso di cambio al quale si fa riferimento non è perciò quello odierno ma è quello che sarà in vigore tra un anno, e che al momento attuale non è conosciuto con certezza ma soltanto "atteso" (lo indicheremo, quindi, con l'espressione: $1/E_{t+1}^{att}$).

In definitiva, nel decidere se acquistare un titolo nazionale o un titolo estero il nostro investitore finanziario deciderà sulla base del confronto tra i rendimenti che può ottenere da ognuno di essi, calcolati nel modo appena indicato.

Se $(1 + i_t) > E_t \cdot (1 + i_t^*) \cdot (1/E_{t+1}^{att})$ egli acquisterà il titolo nazionale.

Se invece $(1 + i_t) < E_t \cdot (1 + i_t^*) \cdot (1/E_{t+1}^{att})$ egli acquisterà il titolo estero.

Soltanto se $(1 + i_t) = E_t \cdot (1 + i_t^*) \cdot (1/E_{t+1}^{att})$ [espressione alla quale faremo riferimento d'ora in avanti come 7.1b] sarà per lui indifferente acquistare titoli nazionali o titoli esteri. Nell'applicazione di questa formula c'è però un elemento aleatorio, il tasso di cambio al tempo ($t+1$) non è conosciuto, ma può essere soltanto previsto. Nei mercati dei cambi esiste comunque la possibilità di acquistare e vendere valuta "a termine", evitando così di sopportare il "rischio di cambio" (il rischio, cioè, che un'errata valutazione del tasso di cambio atteso possa rendere non conveniente una transazione che altrimenti lo sarebbe). Operando attraverso i contratti "a termine" è possibile assicurarsi contro il rischio di cambio, nel nostro esempio vendendo già al tempo t l'ammontare di dollari che si incasserà alla scadenza del titolo estero denominato in dollari. Per far ciò, occorre tuttavia versare a chi si assume il rischio di cambio acquistando al tempo t i dollari che l'investitore riceverà dal suo investimento finanziario al tempo $t + 1$, un "premio" di natura assicurativa, per coprire il rischio che l'assicuratore assume e che potrebbe, al limite, perfino annullare la convenienza dell'investimento in titoli esteri.⁶ Il trasferimento del rischio di cambio su un assicura-

⁶ In tal caso l'operatore investirà presumibilmente "allo scoperto", cioè "in proprio", sopportando in prima persona il rischio di variazioni del tasso di cambio.

tore non risolve comunque il problema per il mercato nel suo complesso, in quanto trasferisce semplicemente il rischio di cambio da un operatore, l'investitore finanziario, ad un altro, l'assicuratore in cambi, che è di solito una banca.

L'ultima espressione indicata rappresenta la condizione di "arbitraggio" del mercato, la condizione, cioè, alla quale sul mercato finanziario mondiale potranno essere contemporaneamente acquistati dagli investitori finanziari tanto titoli espressi in moneta nazionale quanto titoli denominati in valute estere.⁷

Essa può essere elaborata algebricamente⁸ nella formula seguente, denominata, come è già stato detto "condizione di parità dei tassi di interesse":

$$i_t = i_t^* + [(E_t - E_{t+1}^{att})/E_{t+1}^{att}] + i_t^* \cdot [(E_t - E_{t+1}^{att})/E_{t+1}^{att}] \quad (7.1.1)$$

nella quale l'ultimo termine, per tassi di interesse non molto elevati e variazioni attese del tasso di cambio anch'esse non molto elevate, dà luogo ad un valore di dimensioni infinitesime rispetto agli altri termini (si tenga conto che in entrambi i casi si tratta di variazioni percentuali). Eliminando tale termine, si ottiene l'equazione (3.1.1a), già riportata nel capitolo 5 (paragrafo 5.3) e nell'introduzione a questo e sicuramente più semplice e di più facile interpretazione intuitiva.⁹

Dalla (7.1.1a) è anche possibile ottenere l'espressione:¹⁰

$$E_t = E_{t+1}^{att} \cdot (1 + i_t - i_t^*) \quad (7.1.2)$$

che esprime con chiarezza l'idea centrale di questa impostazione: il tasso di cambio di breve periodo è funzione delle aspettative che il mercato elabora riguardo alla dinamica futura, corrette sulla base della differenza tra i tassi di interesse nazionale ed estero.

⁷ Ovviamente, si tratterà in questo caso di una condizione riferita alla media degli operatori finanziari, che semplicemente eguaglierà gli acquisti di titoli nazionali effettuati da tutti gli operatori, nazionali ed esteri, che, sulla base delle proprie aspettative, riterranno conveniente comprare titoli nazionali piuttosto che esteri alle vendite di titoli nazionali effettuate dagli operatori che avranno aspettative opposte e che porterà, pertanto, all'eguaglianza tra acquisti e vendite di titoli esteri.

⁸ Dall'espressione:
 $(1 + i_t) = E_t \cdot (1 + i_t^*) \cdot (1/E_{t+1}^{att})$ (7.1.1b)

ricaviamo:
 $(1 + i_t) = (1 + i_t^*) \cdot [(E_{t+1}^{att}/E_{t+1}^{att}) + (E_t/E_{t+1}^{att}) - (E_{t+1}^{att}/E_{t+1}^{att})]$

da cui:
 $(1 + i_t) = (1 + i_t^*) \cdot [1 + (E_t - E_{t+1}^{att})/E_{t+1}^{att}]$
 dalla quale è facile ricavare l'espressione (7.1.1).

⁹ Per maggior precisione, si dovrebbe sostituire nella (7.1.1a) il segno di "quasi uguale" a quello di uguale; non lo facciamo per non appesantire l'apparato algebrico dell'esposizione.

¹⁰ Dalla (7.1.1a):
 $i_t = i_t^* + [(E_t - E_{t+1}^{att})/E_{t+1}^{att}]$
 si ricava:
 $i_t - i_t^* = [(E_t - E_{t+1}^{att})/E_{t+1}^{att}]$
 $i_t - i_t^* = (E_t/E_{t+1}^{att}) - 1$
 dalla quale si ricava la (7.1.2).

In presenza di aspettative “statiche”, se cioè il mercato ritiene che in futuro il tasso di cambio non varierà, la dinamica dei cambi segue le differenze tra i tassi di interesse nazionali, che, si ricordi, possono essere manovrati dalle autorità monetarie nazionali. Al contrario, se le variazioni attese dei cambi sono elevate, saranno esse a costituire il principale fattore determinante la dinamica effettiva dei tassi di cambio e le autorità monetarie perderanno la possibilità di influenzarli, a meno che non riescano ad influenzare le aspettative degli operatori. Poiché i modelli di determinazione delle aspettative che prevalgono largamente in questa fase storica si commisurano alla seconda alternativa, vale la pena di considerare la condizione di parità dei tassi di interesse come il modello più generale di determinazione del tasso di cambio nel breve periodo.

7.1.2 Due modelli di determinazione del tasso di cambio nel medio periodo in condizioni di aspettative razionali

Esaminiamo ora due modelli che estendono la loro prospettiva all’analisi della determinazione del tasso di cambio dal breve al medio periodo: il modello delle “bolle speculative” (che sarà presentato nel paragrafo 7.1.2.1) e il modello dell’*overshooting* (esplicito nel paragrafo 7.1.2.2). Entrambi questi modelli ipotizzano che gli operatori finanziari formino le loro aspettative in modo “razionale” (tenendo, cioè, conto di tutte le informazioni fornite da mercati che si ipotizza siano in grado di fornire le indicazioni per stimare correttamente l’andamento futuro dei tassi di cambio e dei prezzi di equilibrio). Questi due modelli riescono a produrre l’andamento dei tassi di cambio descritto nel paragrafo 5.3 (caratterizzato da andamenti erratici e volatili nel breve periodo e accentuati, ma di solito corretti successivamente da movimenti in direzione opposta, nel medio) pur ipotizzando che gli operatori abbiano aspettative razionali. Rimandiamo al paragrafo 7.3 l’analisi del modello dell’*Asset Market Approach* (approccio di portafoglio) che inserisce nella spiegazione dei movimenti erratici e lenti ad autocorreggersi, tipici dei mercati dei cambi, anche comportamenti non razionali, attuati in condizioni di incertezza, i quali implicano la presenza di premi per il rischio e sottolineano la possibilità che insorgano crisi valutarie.

7.1.2.1 Il modello delle “bolle speculative”

In questo paragrafo esamineremo un modello che si allontana dall’ipotesi di aspettative razionali soltanto per un aspetto, che a prima vista potrebbe sembrare marginale: il momento in cui si verificherà il riaggiustamento previsto dall’ipotesi di aspettative razionali. Basta questo piccolo cambiamento delle ipotesi di partenza per dar luogo alla dinamica, fatta di correzioni eccessive al verificarsi di shock esterni e di elevata volatilità del tasso di cambio evidenziati dalla figura 1.3 presentata nel paragrafo 5.3.3. Vediamo ora come opera questo modello, che si muove in una prospettiva tipicamente microeconomica, in quanto esamina esclusivamente il comportamento degli investitori finanziari che operano sui mercati dei cambi.

Si ipotizzi che il tasso di cambio abbia preso a variare in modo unidirezionale, ad esempio che la moneta nazionale abbia preso ad apprezzarsi.¹¹ L'apprezzamento procura dei guadagni a tutti gli investitori finanziari che possiedono titoli denominati in tale moneta. Costoro prevedono, e poiché ipotizziamo che le aspettative siano razionali supponiamo si tratti di previsioni corrette, che all'apprezzamento farà seguito un deprezzamento ma non sono in grado di prevedere quando si avrà l'inversione di tendenza. Essi sanno, tuttavia, che finché il tasso di cambio si apprezza, continueranno a guadagnare. E' probabile che in tali condizioni continuino ad acquistare titoli denominati nella moneta che si sta apprezzando con l'intenzione di venderli non appena inizierà il deprezzamento.¹² Questa strategia di comportamento accentua però i movimenti dei cambi, in quanto li perpetua per un certo lasso di tempo come conseguenza dei guadagni in conto capitale che l'apprezzamento produce sul valore nominale dei titoli espressi in moneta nazionale rispetto ai titoli denominati in altre monete, dando luogo alla cosiddetta "bolla speculativa": apprezzamenti di una qualsiasi attività finanziaria, nel nostro caso una valuta, che permangono ben al di là del verificarsi dell'evento che li ha originati, assumendo dimensioni assai più elevate di quanto sarebbe lecito attendersi sulla base del riaggiustamento verso l'equilibrio definitivo previsto dalle aspettative razionali. Essa può essere schematizzata attraverso un modello elaborato da Blanchard (1979) che prende le mosse dalla formula della parità del tasso di interesse:

$$i_{estero} = i_{nazionale} + \text{Apprezzamento \% atteso della moneta nazionale} \quad (7.1.2.1)^{13}$$

nella quale si pone l'accento sulla moneta che si sta apprezzando (indicata come moneta nazionale).

Il modello si concentra sulla dinamica temporale delle aspettative di apprezzamento della moneta nazionale, ipotizzando che gli operatori siano in grado di prevedere i valori di equilibrio del tasso di cambio, e sappiano, quindi, che all'iniziale apprezzamento farà seguito una fase di deprezzamento, ma non sappiano quando questa inversione di tendenza si verificherà. Essi assegneranno allora una probabilità ($prob_t$) all'evento che

¹¹ I motivi che possono provocare un apprezzamento del tasso di cambio sono molteplici. Trascurando quelli conseguenti al diffondersi di modelli di formazione delle aspettative non razionali, evento non contemplato in questo modello, i due più rilevanti sono: (a) che i gusti dei consumatori esteri si stiano orientando sempre più verso le merci nazionali provocando attivi di parte corrente della bilancia dei pagamenti, oppure (b) che una riduzione della moneta nazionale abbia fatto crescere il tasso di interesse nazionale e stia quindi attraendo capitali finanziari dall'estero.

¹² Si noti che questo comportamento non viola l'ipotesi di razionalità inizialmente formulata: sfruttare i guadagni in conto capitale determinati dalla bolla attraverso l'aumento dei prezzi dei titoli denominati nella valuta che si sta apprezzando è vantaggioso, almeno fino a che l'aumento prosegue. La scommessa attuata dagli operatori che cavalcano la bolla è quella di riuscire a rivendere i titoli un attimo prima che l'aumento dei prezzi si arresti e sia sostituito dalla successiva riduzione.

¹³ Questa formula è analoga alla 7.1.1.a del paragrafo precedente, dalla quale si differenzia solo formalmente in quanto prevede che la moneta nazionale si apprezzi, laddove la 7.1.1.a faceva riferimento ad un deprezzamento.

nel prossimo periodo¹⁴ la bolla speculativa scoppi e che il livello raggiunto dal tasso di cambio al tempo t (E_t , espresso in termini di “certo per incerto”) ritorni al livello di equilibrio, più elevato, che essi conoscono e che indicheremo con E^* . L’apprezzamento percentuale atteso (indicato come $Appr_t^{att}$ è dato dalla media tra il deprezzamento che si avrebbe qualora la bolla scoppi nel corso del periodo e il tasso di cambio si allinei al suo valore di equilibrio, evento al quale essi assegnano, come si è detto, la probabilità $prob_t$, e l’apprezzamento che potrebbe verificarsi qualora la bolla continuasse nel prossimo periodo ($Appr_t^{bolla}$), evento al quale assegnano la probabilità $(1-prob_t)$.

$$Appr_t^{att} = prob_t \cdot (E^* - E_t) + (1-prob_t) \cdot Appr_t^{bolla} \quad (7.1.1.2)$$

Ovviamente, se è in corso una bolla speculativa, avremo $E^* < E_t$ e il primo termine diventa negativo; l’effetto della bolla può però far diventare positivo il secondo termine e quindi spingere gli operatori ad aspettarsi che anche per il periodo successivo il cambio continuerà ad apprezzarsi, rafforzando la tendenza ad un apprezzamento cumulativo che allontana via via il tasso di cambio dal valore di equilibrio.

Inserendo la (7.1.1.2) nella (7.1.1.1) avremo:

$$i^* = i + prob_t \cdot (E^* - E_t) + (1-prob_t) \cdot Appr_t^{bolla} \quad (7.1.1.3)$$

Questa formula spiega come, anche in presenza di un livello del tasso di cambio già apprezzato al di là di quanto previsto delle aspettative razionali, se la probabilità che gli operatori finanziari internazionali attribuiscono all’evento del riaggiustamento del tasso di cambio in direzione del valore di equilibrio nel prossimo futuro è piccola, e, di conseguenza, la probabilità che la bolla speculativa prosegua è ritenuta elevata, continueranno ad acquistare titoli nazionali confidando nella continuazione della bolla e nella propria capacità di rivendere i titoli nazionali, dirottando la propria ricchezza verso altre valute e titoli esteri, proprio nel momento in cui essa scoppierà e il tasso di cambio inizierà a deprezzarsi. A seguito di ciò, nel corso del tempo aumenterà la probabilità che la bolla scoppi e, poco a poco, il primo termine della 7.1.1.3 supererà il secondo e si avrà l’inversione di tendenza, che, qualora il tasso di cambio si sia allontanato in misura notevole dall’equilibrio, risulterà spesso più precipitosa della precedente ascesa.

E’ anche possibile che alla bolla speculativa innestata dalla dinamica delle aspettative sul cambio si aggiungano ulteriori bolle speculative che si sviluppino nei mercati delle attività finanziarie del paese la cui moneta si sta apprezzando, le quali, in una prima fase, fanno crescere i prezzi, e di conseguenza i guadagni in conto capitale, dei titoli di tale paese, attraendo viepiù i capitali stranieri, ma, nel momento in cui gli ope-

¹⁴ La durata di tale periodo corrisponde al tempo necessario perché gli operatori rivedano le loro aspettative e dipenderà quindi dall’intensità della bolla. Se la bolla cresce lentamente e gli operatori ritengono che la crescita durerà ancora a lungo, i tempi della revisione delle aspettative possono essere anche piuttosto lenti; in tal caso la crescita della bolla durerà a lungo. Al contrario, in presenza di una crescita convulsa della bolla la revisione delle aspettative diventerà molto più ravvicinata, in particolare quando gli operatori riterranno che la bolla sia vicina a scoppiare.

ratori si rendono conto che tali aumenti sono transitori e, attraverso il loro comportamento, fanno esplodere la bolla, all'effetto di ridimensionamento dell'aspettativa che la moneta continui ad apprezzarsi si aggiunge l'effetto di ridimensionamento dei valori che erano stati raggiunti dai prezzi delle attività finanziarie nazionali soltanto grazie all'apprezzamento della moneta. In questo caso la bolla è duplice, in quanto coinvolge sia il tasso di cambio sia l'indice dei corsi delle attività finanziarie coinvolte nella corsa agli acquisti, e la caduta che fa seguito allo scoppio della bolla è, di conseguenza, più rovinosa di quanto sarebbe accaduto a seguito dello sgonfiarsi di una normale bolla speculativa nazionale.

Un ulteriore fattore in grado di ampliare le dimensioni delle bolle speculative sul mercato finanziario internazionale si ha quando sulla base dei titoli sottoposti alla bolla si innestano prodotti finanziari derivati, in quanto questi ultimi amplificano i potenziali guadagni, ma anche le potenziali perdite, della "bolla" (o delle bolle) sottostanti. Nella prima decade del XXI secolo questo fattore ha operato in misura rilevante,¹⁵ la sua regolamentazione rappresenta oggi uno dei maggiori problemi nella gestione del mercato finanziario internazionale e nella revisione del sistema monetario internazionale attualmente in discussione.

7.1.2.2 Il modello dell'overshooting del tasso di cambio

Al contrario del precedente, questo modello ha una struttura macroeconomica. Abbiamo visto nel capitolo precedente, esaminando il modello di Mundell e Fleming, che in condizioni di cambi flessibili, perfetta mobilità dei capitali ed aspettative statiche la politica monetaria è estremamente efficace come strumento di sostegno della domanda interna in quanto produce deprezzamento del tasso di cambio e miglioramento della bilancia commerciale del paese che la adotta. Questo risultato dipende dall'ipotesi che nel breve periodo i prezzi interni rimangano invariati. Vediamo subito cosa accade al tasso di cambio se si mantiene l'ipotesi della perfetta mobilità del capitale ma si sostituisce l'ipotesi di aspettative statiche (secondo la quale gli operatori ritengono che il tasso di cambio non varierà in futuro, per cui eventuali suoi spostamenti non sono previsti prima che avvengano, ma, una volta verificatisi, sono considerati permanenti) con l'ipotesi di aspettative razionali (secondo la quale gli operatori sono in grado di prevedere, in quanto conoscono le "leggi" che governano il funzionamento dell'economia, i valori che il tasso di cambio assumerà in futuro) e si espande temporaneamente l'analisi al di là del breve periodo, ipotizzando che i prezzi siano fissi nel bre-

¹⁵ Si calcola che il cosiddetto sistema bancario ombra, che si è formato sull'onda della diffusione dei prodotti finanziari derivati, sia in grado di gestire un ammontare di capitale finanziario che aveva raggiunto una dimensione all'incirca doppia rispetto a quella del sistema bancario regolamentato prima della crisi finanziaria del 2007 e che, pur essendosi ridotto durante la crisi, mantenga comunque dimensioni superiori a quelle del primo, con l'effetto di ampliare enormemente la liquidità creata dal sistema bancario mondiale, sottraendolo di fatto al controllo delle autorità monetarie. E' stato questo uno dei problemi maggiori della recente crisi finanziaria globale ed il suo controllo costituisce ad oggi un problema se si vuole evitare che se ne presenti un'altra. Il compito di proporre regole in proposito è stato demandato dal G20 al *Financial Stability Board*.

ve periodo ma possano modificarsi nel passaggio dal breve al lungo periodo. In particolare, ipotizziamo che i prezzi varino, nel lungo periodo, in misura proporzionale alla variazione della quantità della moneta.¹⁶ Questa ipotesi esclude, come è noto, che gli effetti di sostegno della domanda che eventualmente accadessero nel breve periodo possano estendersi al lungo.

Questo modello, del quale ci limitiamo a fornire una descrizione verbale senza inoltrarci in una presentazione analitica, è il cosiddetto modello dell'*overshooting* ("iper-reazione") del tasso di cambio.¹⁷ Il punto centrale del modello è che gli operatori finanziari applicano momento per momento la condizione di parità dei tassi di interesse (7.1.1a) ma che mentre la reazione del mercato dei cambi a variazioni delle aspettative è immediata l'effetto dell'aumento della quantità di moneta si verifica soltanto nel passaggio dal breve al lungo periodo, ed ha luogo, quindi, successivamente.

La versione più nota del modello (Dornbusch, 1976) è di fatto l'estensione all'economia aperta della teoria quantitativa della moneta come condizione di equilibrio di lungo periodo, alla quale viene affiancata l'ipotesi che le aspettative che si formano nel mercato dei cambi siano razionali e la rappresentazione del breve periodo in una prospettiva analoga a quella del modello IS-LM. Il modello opera nel modo seguente. Si ipotizzi che l'economia si trovi inizialmente in condizioni di piena occupazione e di equilibrio dei conti con l'estero. Ciò implica che se viene attuato un intervento di politica monetaria espansiva si diffonde immediatamente nel mercato dei cambi l'aspettativa che nel lungo periodo i prezzi della nazione che lo sta attuando cresceranno in misura proporzionale alla crescita della moneta.¹⁸ Gli investitori finanziari internazionali sconteranno immediatamente il futuro deprezzamento della moneta, spostando i loro investimenti finanziari verso titoli denominati in altre monete e provocando immediatamente il deprezzamento previsto. Per di più, la politica monetaria espansiva provocherà una tendenziale riduzione del tasso di interesse nazionale, ampliando il deprezzamento.¹⁹ Benché gli operatori si rendano perfettamente conto che il deprezzamento necessario a ripristinare l'equilibrio nel lungo periodo è solo quello corrispondente al primo di questi due effetti²⁰, il tasso di cambio deve comunque deprezzarsi, nel

¹⁶ Si noti che questa ipotesi corrisponde alla "teoria quantitativa della moneta", che si ritiene già nota ai lettori e che comunque esamineremo brevemente nel capitolo 8.

¹⁷ Si potrebbe fornire una descrizione analitica del modello dell'*overshooting* come applicazione del modello IS-LM, che è stato illustrato nel capitolo 6. Non si è ritenuto utile farlo perché gli elementi analitici che ci occorreano per la sua esposizione sono in effetti soltanto due: l'indicazione che una politica monetaria espansiva riduce il tasso di interesse (che è già stata largamente esposta in tale capitolo) e l'indicazione che nelle condizioni previste dalla "teoria quantitativa della moneta" - piena occupazione delle risorse produttive in entrambi i paesi esaminati, nazionale ed estero, e assenza di shock *reali* - un aumento dell'offerta di moneta darà luogo nel lungo periodo ad un aumento dei prezzi interni di dimensioni proporzionali all'aumento dell'offerta di moneta.

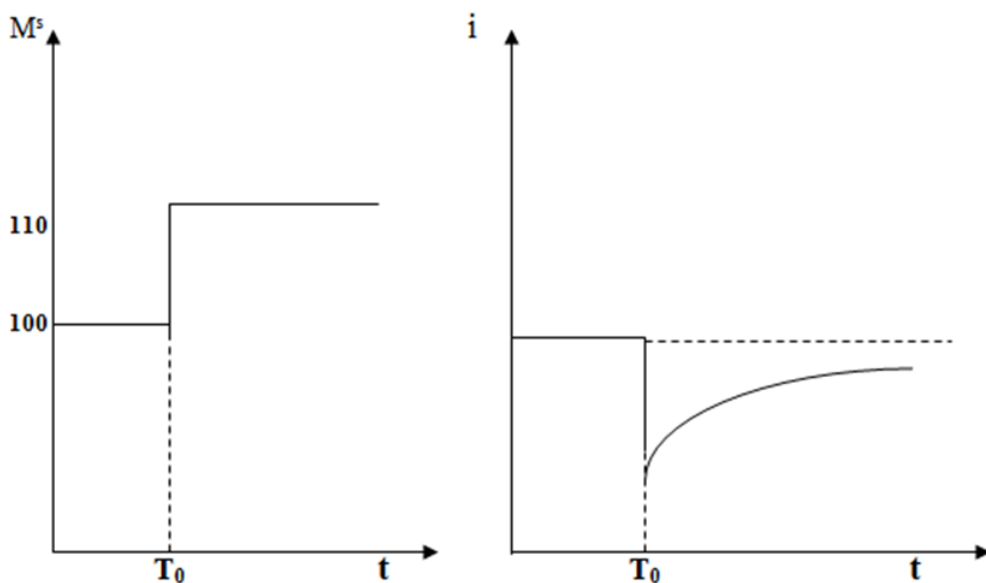
¹⁸ a condizione, ovviamente, che gli operatori ritengano che l'espansione monetaria non sia transitoria ma che permarrà in futuro.

¹⁹ Tanto il deprezzamento quanto la riduzione del tasso di interesse spingeranno la domanda interna e il reddito nazionale verso l'alto.

²⁰ Si noti già da ora che esso corrisponde al principio della "parità del potere di acquisto", che esamineremo più avanti, nel paragrafo 7.3.

breve periodo, in misura ad esso superiore per compensare gli operatori che acquistano i titoli della nazione che sta attuando politiche monetarie espansive sia della perdita di potere d'acquisto che si verificherà a seguito dell'inflazione futura, correttamente prevista, sia della perdita dovuta alla caduta del tasso di interesse nazionale rispetto al tasso di interesse mondiale, che si verificherà per tutto il periodo in cui la politica monetaria nazionale rimarrà più espansiva di quella seguita dalle banche centrali estere. Questo secondo fattore di deprezzamento crea di fatto le condizioni per un futuro apprezzamento della moneta nazionale, attraverso il quale gli investitori finanziari in titoli nazionali potranno recuperare i minori interessi percepiti durante il periodo in cui è stata perseguita la politica monetaria espansiva. L'iper reazione del tasso di cambio nel breve periodo è il modo attraverso il quale questa aspettativa di futuro apprezzamento si manifesta.

Successivamente, i prezzi interni aumenteranno in proporzione all'espansione monetaria, il potere d'acquisto dell'offerta di moneta (espresso in termini reali) tornerà al livello iniziale, e tanto il reddito (che, va ricordato, era partito dal livello di piena occupazione e, nel breve periodo, lo aveva quindi superato) quanto il tasso di interesse tenderanno nel lungo periodo a tornare ai livelli anteriori all'espansione monetaria. Nel grafico 7.1 è riprodotto l'andamento che assumeranno le variabili coinvolte nel processo di riaggiustamento a seguito del verificarsi dell'espansione monetaria, che si suppone abbia luogo al tempo t_0 e sia pari al 10%.



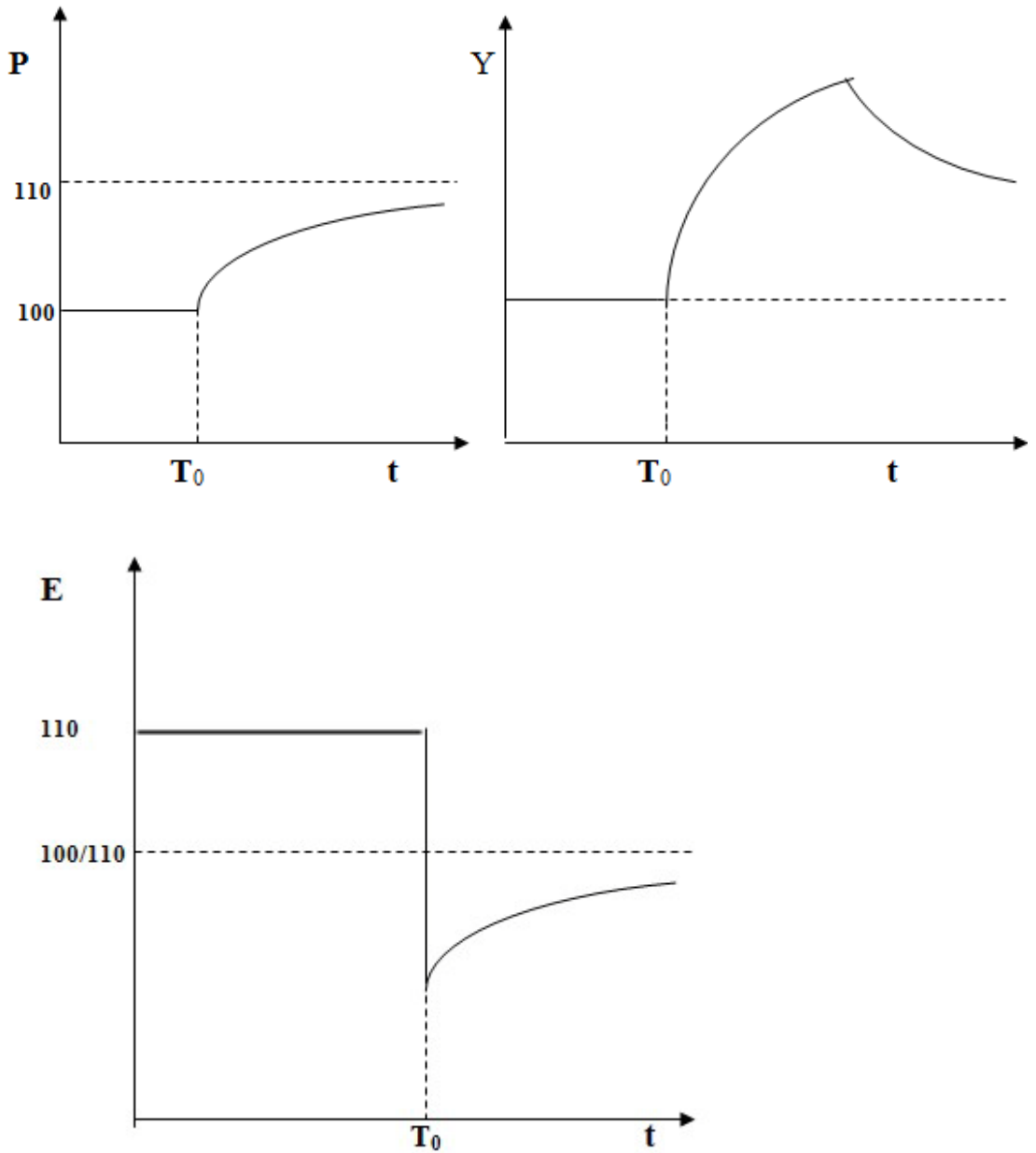


Grafico 7.1 – Dinamica temporale delle principali variabili a seguito di una politica monetaria espansiva nel breve periodo e nella fase di riaggiustamento tra il breve e il lungo periodo in condizioni di aspettative razionali.

Qualora però l'ipotesi di aspettative razionali non si verifichi, l'iper reazione dei tassi di cambio potrebbe portare a risultati assai meno positivi di quelli suggeriti dal modello, producendo squilibri che potrebbero dare l'avvio a crisi valutarie. Ciò accade in particolare in due casi: (a) quando un paese non produce all'interno, e deve quindi necessariamente importare dall'estero, beni a bassa elasticità di domanda. Finché si tratta di merci sostituibili con prodotti nazionali, l'effetto del deprezzamento è quello classico di sostituire una parte delle importazioni con merci nazionali e di aumentare le esportazioni.²¹ Quando però si tratta di beni non prodotti all'interno e caratterizzati da bassa elasticità di domanda – materie prime e prodotti alimentari in primo luogo – l'aumento del loro prezzo in moneta nazionale conseguente al deprezzamento può innescare processi inflazionistici che, in caso di *overshooting*, possono raggiungere anche dimensioni più che proporzionali rispetto all'aumento della quantità di moneta. (b) Quando l'iniziale deprezzamento è sfruttato dagli imprenditori locali per aumentare i prezzi di vendita con l'obiettivo di lucrare margini di profitto più elevati. In effetti, il deprezzamento del tasso di cambio, aumentando il prezzo in moneta nazionale delle merci acquistate all'estero, allenta il vincolo della concorrenza estera sulle imprese nazionali.

In entrambi questi casi al deprezzamento della moneta nazionale fanno seguito aumenti dei prezzi già nel breve periodo (un aumento *una tantum* dei prezzi interni ha comunque luogo già sulla base delle modalità previste dal modello dell'*overshooting*; i due casi richiamati sopra non farebbero altro che ampliarlo) che, con l'andar del tempo, è probabile eccedano la misura del deprezzamento. In casi del genere possono avviarsi processi cumulativi, spesso indicati come “circoli viziosi deprezzamento-inflazione” che procedono secondo la seguente dinamica: deprezzamento, aumento dei prezzi delle merci importate (e pagate in valuta estera), aumento dei prezzi interni, aumento dei salari, in quanto i lavoratori cercano di mantenere invariato il potere d'acquisto dei loro redditi, nuovo aumento dei prezzi interni (in quanto gli imprenditori non vogliono rinunciare all'aumento dei profitti appena ottenuto), ulteriore deprezzamento della moneta ad opera dei *policy maker* nazionali (per non mettere in difficoltà gli imprenditori nazionali nei confronti dei concorrenti esteri).²² L'esplosione di circoli viziosi tra deprezzamento e inflazione è uno dei modi tipici che dà l'avvio alle crisi valutarie. Ne riprenderemo, quindi, l'esame nel paragrafo 7.3.

²¹ Sempre che sia soddisfatta la “condizione di Marshall e Lerner” che è stata illustrata nel capitolo 5 (paragrafo 5.4).

²² Circoli viziosi di questo genere si verificarono, ad esempio, in Italia negli anni settanta dello scorso secolo, dando origine a processi inflazionistici di dimensioni estremamente elevate (il tasso di aumento dei prezzi al consumo raggiunse il 15,6% medio annuo per tutto il periodo 1974-1982!) mettendo in luce le difficoltà di perseguire politiche monetarie espansive in condizioni di cambi flessibili.

7.2 La determinazione del tasso di cambio nel lungo periodo

7.2.1 *L'equilibrio dei conti con l'estero nel lungo periodo*

Abbiamo visto nel paragrafo 5.2 della prima parte che nel lungo periodo la bilancia dei pagamenti di un qualsiasi paese si trova in condizioni di equilibrio economico esterno (“completo”) solo quando tanto il saldo del conto corrente (al quale si aggiunge il saldo del conto capitale, solitamente di modeste dimensioni) quanto il saldo del conto finanziario sono uguali a zero. Fintantoché questa situazione non si verifica il paese in questione vedrà variare la sua posizione patrimoniale nei confronti con l'estero e la situazione non potrà stabilizzarsi. In condizioni di cambi fissi se il saldo cumulato dei conti corrente e capitale è positivo il paese accumulerà attività finanziarie denominate in valuta estera - ed avrà, quindi, un saldo del conto finanziario di dimensioni eguali e di segno negativo - con ricadute tanto sull'equilibrio interno, dove la circolazione monetaria tenderà ad aumentare in misura identica all'attivo di parte corrente,²³ quanto sull'equilibrio esterno, a seguito, appunto, dell'accumulo di attività estere. Se, al contrario, il saldo del conto corrente è negativo il paese si indebiterà nei confronti dell'estero e si determinerà un effetto deflativo sull'equilibrio interno. Se il paese si trova in condizioni di cambi flessibili il tasso di cambio tenderà a variare, in direzione dell'apprezzamento della moneta del paese che a tasso di cambio invariato si troverebbe con un saldo attivo della somma del conto corrente e del conto patrimoniale e in direzione del deprezzamento nel caso opposto (anche in questi casi, la variazione del tasso di cambio avrà ripercussioni sia sull'equilibrio interno sia sull'equilibrio esterno). In tutti questi casi ci si troverà, quindi, di fronte ad equilibri di breve periodo, che non sono destinati a durare, in quanto l'acquisizione di attività finanziarie denominate in una determinata moneta significa che il paese che la emette si sta indebitando nei confronti dell'estero e dovrà in futuro ripagare il debito che sta ora contraendo. Si verificheranno allora processi di riaggiustamento del tipo di quelli già descritti nei capitoli precedenti, che, come vedremo ulteriormente nel prossimo paragrafo, spingono, a volte in forme traumatiche come le crisi valutarie, a ripristinare situazioni di equilibrio estero “completo”.

In questo paragrafo sarà definito e analizzato il tasso di equilibrio di lungo periodo, quel tasso, cioè, in grado di produrre l'equilibrio economico (“completo”) della bilancia dei pagamenti. Come vedremo, la teoria riesce a definire tale tasso di equilibrio solo in condizioni particolari piuttosto restrittive e si affida all'osservazione empirica per valutare quando esso si verifica, concentrandosi piuttosto sull'analisi delle condizioni che, una volta tale equilibrio sia stato raggiunto, ne permettono il mantenimento nel tempo. Nella prossima sezione (7.2.2) sarà esaminata la dinamica del tasso di cambio

²³ Nel breve periodo la banca centrale può sterilizzare tali aumenti della quantità di moneta in circolazione tramite operazioni di mercato aperto: vendendo titoli sul mercato finanziario per un valore uguale all'attivo di parte corrente e ritirando l'ammontare di tali vendite dalla circolazione monetaria. E però improbabile che tali operazioni di sterilizzazione possano continuare per lungo tempo.

di equilibrio in presenza di shock puramente monetari,²⁴ nella successiva (7.2.3) si esaminerà la determinazione del tasso di cambio di lungo periodo nel caso in cui si verifichi uno shock reale.²⁵ Si sottolineerà, in particolare, come, mentre nel breve e nel medio periodo il tasso di cambio di equilibrio è determinato principalmente dalle aspettative che si determinano nel mercato finanziario, nel lungo periodo esso dipende principalmente dalle condizioni di competitività internazionale dei paesi ai quali si riferisce: in particolare nel paese le cui condizioni di competitività migliorano rispetto all'altro il tasso di cambio tenderà ad apprezzarsi mentre nel paese le cui condizioni di competitività tendono a peggiorare il tasso di cambio deve deprezzarsi per evitare che il paese si trovi in una situazione di endemico disavanzo delle partite correnti. Il modo in cui si passa dall'equilibrio di breve all'equilibrio di lungo periodo sarà poi esaminato nel paragrafo 7.3.

7.2.2 *Il tasso di cambio nel lungo periodo in presenza di shock monetari*

Nel lungo periodo l'equilibrio esterno comporta che tanto il conto corrente (con l'aggiunta del conto capitale) quanto il conto finanziario siano in pareggio. Poiché il pareggio dell'uno implica che anche l'altro lo sia, sarà sufficiente esaminare il concetto di equilibrio con riferimento al pareggio del conto corrente. Tale equilibrio è studiato dalla teoria della "parità del potere di acquisto". Tale teoria è una delle più antiche elaborazioni della scienza economica; le sue prime formulazioni risalgono, in effetti, alla fine del sedicesimo secolo. Successivamente, David Hume (1752) ne fornì una versione relativamente moderna, che fu poi incorporata nella "teoria quantitativa della moneta", e Gustav Cassel (1922) la espone in termini validi ancora oggi. L'idea che è alla base del principio della parità del potere di acquisto è che i prezzi dei beni commerciati sui mercati internazionali sono resi eguali dalla concorrenza. Per essi vale quindi l'eguaglianza:

$$P_{NAZ\ i} \cdot E = P^*_i \quad (7.2.1)$$

la quale non è altro che una delle molteplici versioni della nozione del tasso di cambio reale che è stata presentata e discussa come indice microeconomico di competitività internazionale nel paragrafo 5.4. La (7.2.1) indica semplicemente che in mercati mondiali che operano in condizioni di concorrenza perfetta il prezzo nazionale di una qualsiasi merce, che indichiamo con il pedice i , espresso in valuta internazionale, è uguale

²⁴ Uno shock monetario consiste nella variazione delle condizioni operative del mercato monetario; esso è determinato quindi dalla variazione di uno qualsiasi dei fattori che determinano le dimensioni dell'offerta o della domanda di moneta.

²⁵ Uno shock reale consiste nella variazione delle condizioni dell'economia reale nell'uno o nell'altro dei due paesi il cui tasso di cambio è esaminato. Un tipico shock reale è la variazione della competitività di un paese rispetto all'altro come conseguenza del verificarsi di ritmi del progresso tecnico differenti tra i due paesi. Questo e molti altri esempi di shock reali saranno esaminati nel paragrafo 7.3.

al prezzo vigente nel resto del mondo, entrambi espressi nella medesima moneta (poiché nella 7.2.1 il cambio nominale, E , è quotato “certo per incerto” la moneta nella quale è espressa l’uguaglianza è quella estera²⁶).

Questa condizione è per definizione valida per tutti i mercati internazionali di singole merci che operano in condizioni di concorrenza perfetta. Quando è applicata ad un singolo mercato internazionale, piuttosto che all’insieme dei mercati, essa è definita “legge del prezzo unico” ed esprime semplicemente l’idea che la concorrenza fa sì che in un singolo mercato si fissi un solo prezzo, uguale per tutti gli scambi che in esso hanno luogo, inclusi gli scambi i cui prezzi sono espressi in monete differenti. Sorge, però, un problema riguardo alla possibilità di estendere questa “legge” microeconomica al livello macro. Le condizioni perché questa estensione sia analiticamente possibile sono piuttosto stringenti, in quanto occorre ipotizzare una economia mondiale composta interamente da mercati e imprese che operano in condizioni di concorrenza perfetta (e, quindi, con livelli di profitto identici in ogni attività²⁷ e, per di più, impiegando tutte le risorse produttive delle quali dispongono) e che non si verifichino variazioni nelle condizioni di produzione e nei gusti dei consumatori.

Vediamo ora come in tali condizioni ha luogo il ripristino dell’equilibrio a seguito del verificarsi di un “disturbo” (“shock”) monetario. Si ipotizzi che ci si trovi inizialmente in una situazione di equilibrio nella quale si verifica la piena occupazione delle risorse produttive nazionali (equilibrio interno) e si è determinato un livello di tasso di cambio compatibile con il mantenimento del pareggio delle transazioni che fanno parte del conto corrente e del conto capitale (equilibrio esterno). Si ipotizzi quindi che in tali condizioni aumenti la quantità di moneta in circolazione nel paese indicato nella (7.2.1) come “nazionale”. L’aumento della quantità di moneta spinge all’aumento dei prezzi e, siccome non si è verificato alcun cambiamento delle condizioni “reali” dell’economia (gusti dei consumatori e tecnologie produttive) i prezzi relativi tra le varie merci non avranno alcun motivo di cambiare e, di conseguenza tutti i prezzi monetari aumenteranno nella medesima misura, così come aumenterà il livello generale dei prezzi. Ne conseguirà che tutte le merci nazionali diventeranno meno competitive rispetto alle merci estere. Se la situazione iniziale era tale da condurre all’equilibrio della bilancia dei pagamenti correnti, il peggioramento della competitività internazionale porta la bilancia dei pagamenti correnti in disavanzo. Se ci si trova in una situazione di cambi fissi il paese comincia ad indebitarsi verso l’estero; ciò riduce la circolazione monetaria interna, la riduzione dell’offerta di moneta spinge i prezzi delle merci nazionali verso il basso e, poco a poco, si ripristina l’equilibrio dei conti con l’estero, che è raggiunto quando il livello dei prezzi nazionali è di nuovo in linea con il livello dei prezzi esteri.²⁸ In condizioni di cambi flessibili il disavanzo del conto

²⁶ Per comodità è possibile considerare l’Italia come il paese nazionale ed ipotizzare che i prezzi sul mercato mondiale siano espressi in dollari. In tal caso il tasso di cambio misura la quantità di dollari corrispondenti ad una unità della moneta utilizzata in Italia, l’euro.

²⁷ Corrispondenti alla situazione in cui ogni imprenditore percepisce un profitto “normale”.

²⁸ Come si vedrà nel capitolo 8, questo è stato il principio sulla base del quale ha operato il sistema monetario internazionale noto come “gold standard” negli anni a cavallo tra l’ultimo quarto del secolo XIX e il primo trentennio del secolo XX.

corrente fa deprezzare il tasso di cambio fino al punto in cui è ripristinato l'equilibrio concorrenziale tra i prezzi interni ed i prezzi esteri: E si riduce in misura proporzionale all'aumento di P e si ricostituisce la parità tra i due termini della formula. In entrambi i casi la condizione (7.2.1) è ripristinata - in cambi fissi attraverso il ritorno dei prezzi nazionali ai livelli iniziali, in cambi flessibili attraverso il deprezzamento del tasso di cambio. Essa può essere quindi rielaborata con riferimento all'intera economia:

$$P_{NAZ} \cdot E = P^* \quad (7.2.2)$$

Nella (7.2.2) l'eliminazione del pedice i indica che l'eguaglianza vale per l'intera economia nazionale; il principio, inizialmente formulato con riferimento ai singoli mercati, è così esteso al livello macroeconomico. Definiremo tale condizione "parità del potere d'acquisto"²⁹ per indicarne la natura macroeconomica.³⁰

In termini operativi la (7.2.2) indica che una perturbazione nominale, consistente, ad esempio, nella variazione della quantità di moneta in circolazione in Italia, poniamo ad esempio un aumento del 5%, produce inizialmente un aumento dei prezzi italiani del 5% rispetto ai paesi con i quali l'Italia effettua scambi commerciali; tale aumento sposta inizialmente la domanda a favore dei beni esteri, determinando un disavanzo delle partite correnti che in condizioni di cambi flessibili fa deprezzare la moneta italiana: ipotizzando che l'aumento dei prezzi abbia luogo a partire da una situazione di equilibrio esterno, sarà necessario un deprezzamento del 5% della moneta italiana per ripristinare la situazione di competitività preesistente e, con essa, l'equilibrio esterno. In condizioni di cambi fissi, lo spostamento della domanda internazionale a favore dei beni esteri susseguente all'aumento del 5% della circolazione monetaria e dei prezzi assoluti italiani provocherà un disavanzo delle partite correnti che spingerà verso il basso i prezzi italiani; il processo continuerà fintantoché non si sia ripristinato il livello di par-

²⁹ Una qualificazione è comunque d'obbligo: il "principio della parità del potere di acquisto" non esamina i fattori che determinano il tasso di cambio in grado di produrre l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Esso esamina, piuttosto, cosa accade quando, ipotizzando una situazione iniziale di equilibrio, con pieno impiego delle risorse produttive, ce se ne discosti a seguito di uno shock monetario (variazione della quantità di moneta in circolazione nell'economia nazionale di dimensioni differenti rispetto a ciò che accade nel resto del mondo). Se si volesse individuare il livello di tale tasso di equilibrio, il modo più semplice sarebbe quello di ricorrere all'osservazione empirica, facendo riferimento a un momento nel tempo in cui il conto corrente si trova in pareggio. In definitiva, più che ricercare una definizione a priori del tasso di cambio di equilibrio, questa teoria esamina quali fattori ne determinano l'evoluzione nel tempo. In proposito si veda Officer (1976).

³⁰ Va di nuovo sottolineato come le condizioni che permettono l'estensione della "legge del prezzo unico" dal livello micro al livello macroeconomico previsto dal "principio della parità del potere d'acquisto" siano quelle previste per l'operatività della "teoria quantitativa della moneta" nell'ambito dell'economia nazionale: mercati che operano in condizioni di concorrenza perfetta, impiego totale delle risorse disponibili ed assenza di cambiamenti nelle condizioni di funzionamento dell'economia reale. In tali condizioni tutti i prezzi relativi rimangono invariati, inclusi quelli dei fattori di produzione, ed eventuali aumenti della quantità di moneta accrescono il livello generale dei prezzi in misura proporzionale all'aumento della moneta. Per ora ipotizziamo che il lettore abbia un'idea di massima riguardo al contenuto analitico della "teoria quantitativa della moneta", i cui elementi costitutivi saranno comunque riesaminati più avanti, nel capitolo 8.

tenza della quantità di moneta e dei prezzi nazionali (nel nostro esempio una riduzione del 5% per entrambi), in quanto è solo tale livello che permette di ricostituire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Si noti come le conclusioni raggiunte in questo paragrafo siano totalmente analoghe a quelle raggiunte per il lungo periodo dal modello dell'*overshooting*, esaminato nel capitolo precedente. In entrambi i casi, così come in tutti i modelli derivanti dalla "teoria quantitativa della moneta", vige il principio di separazione tra il comparto monetario e il comparto reale dell'economia, per cui shock monetari producono unicamente effetti monetari. Nel caso che stiamo esaminando circolazione monetaria, livello dei prezzi e tasso di cambio nominale variano nella medesima proporzione mentre il tasso di cambio reale rimane invariato, così come tutte le variabili reali.

7.2.3 Il tasso di cambio nel lungo periodo in presenza di shock reali

Il discorso cambia quando si ha a che fare con perturbazioni reali. In tal caso il tasso di cambio reale deve modificarsi per preservare l'equilibrio di lungo periodo. Per perturbazioni reali intendiamo tutte quelle che modificano le condizioni di competitività nei confronti con l'estero del paese il cui tasso di cambio si sta esaminando, e che indichiamo come "paese nazionale". Per sviluppare l'argomento esaminiamo dapprima i più frequenti casi di shock reale che modificano l'equilibrio economico ("completo") della bilancia dei pagamenti.

Un primo esempio di shock reale è dato dal verificarsi di ritmi di progresso tecnico (o riduzione dei costi di produzione) differenti nei due paesi il cui tasso di cambio si sta esaminando. In tal caso, ipotizzando condizioni di concorrenza perfetta nei mercati internazionali, le imprese del paese che sperimenta tassi di progresso tecnico più elevati potranno offrire sui mercati le loro merci a prezzi decrescenti mantenendo invariati i rendimenti che ne traggono. Così facendo esse potranno ampliare le loro vendite sia sui mercati nazionali sia su quelli esteri. Il saldo tra le esportazioni e le importazioni del paese in questione migliorerà e il tasso di cambio reale tra la sua moneta e le altre si apprezzerà: in condizioni di cambi fissi diminuiranno i prezzi nazionali rispetto a quelli esteri, in condizioni di cambi flessibili si apprezzerà il tasso di cambio nominale. L'apprezzamento proseguirà finché il saldo delle partite correnti non tornerà in pareggio e l'equilibrio esterno non sarà ripristinato.³¹

Un secondo disturbo reale che tipicamente influenza la parità del potere di acquisto è un cambiamento della struttura della domanda mondiale. Se, ad esempio, la domanda mondiale si orienta verso le merci nazionali in misura più ampia che in precedenza (ad esempio, grazie all'espandersi di mode favorevoli all'abbigliamento *made in Italy*) il pareggio degli scambi commerciali comporterà un apprezzamento del tasso di cambio

³¹ In condizioni diverse dalla concorrenza perfetta questo risultato è comunque il più probabile. Esso non si verifica soltanto nel caso in cui le imprese nelle quali il progresso tecnico ha ridotto i costi di produzione non decidano di mantenere invariati i prezzi di vendita per lucrare in termini di maggiori profitti i vantaggi della riduzione dei costi senza curarsi di aumentare le vendite all'estero. In tali casi l'equilibrio esterno del paese in questione non varia, si modifica soltanto la distribuzione del reddito all'interno di esso.

reale, che si verificherà come conseguenza del normale funzionamento del mercato: l'aumento della domanda di prodotti dell'abbigliamento italiani a parità di prezzi produrrà un attivo delle partite correnti e, *ceteris paribus*, un attivo di bilancia dei pagamenti che spingerà la moneta nazionale ad apprezzarsi. Grazie all'accresciuta competitività delle merci italiane, l'apprezzamento della moneta nazionale sarà comunque compatibile con il mantenimento dell'equilibrio dei conti con l'estero: si verificheranno, infatti, più importazioni dall'estero in tutti i settori diversi da quello dell'abbigliamento, in quanto i prodotti esteri risultano ora più convenienti rispetto a quelli nazionali, e ci saranno minori esportazioni delle merci nazionali diverse dall'abbigliamento e/o maggiori importazioni. Questi due effetti, che producono riduzione del saldo commerciale e del saldo del conto corrente compenseranno l'aumento delle esportazioni causato dal cambiamento dei gusti dei consumatori mondiali a favore dei prodotti italiani dell'abbigliamento e si ripristinerà l'equilibrio dei conti con l'estero.

Un terzo esempio di perturbazione reale si ha quando una nazione, che, come al solito, ipotizziamo si trovi inizialmente in condizioni di equilibrio dei conti con l'estero, prende a crescere a ritmi più elevati delle nazioni che commerciano con essa, ad esempio in quanto essa persegue politiche della domanda sistematicamente più espansive di quelle adottate nei paesi concorrenti per aumentare il livello di impiego dei fattori produttivi nazionali.³² In tal caso l'aumento della domanda di beni farà aumentare le importazioni e si deteriorerà il saldo delle partite correnti; perché permanga il pareggio, occorrerà, quindi, che il tasso reale si deprezzi.

Un ulteriore esempio di perturbazione reale si ha quando si deteriorano le condizioni produttive dei settori nazionali che forniscono servizi (privati o pubblici), materie prime e/o prodotti semilavorati ai produttori nazionali di beni concorrenti con l'estero. Ciò accade, in particolare, quando le imprese che producono questi beni si trovano ad operare in condizioni non concorrenziali che permettono loro di aumentare i prezzi delle forniture scaricando i costi della loro inefficienza sugli acquirenti. L'aumento dei costi di servizi, materie prime, forniture e semilavorati indebolisce i concorrenti nazionali nel confronto con la concorrenza estera e tende a deteriorare la bilancia commerciale del paese in cui si verificano queste perturbazioni, spingendo il tasso di cambio reale a deprezzarsi per compensare la perdita di concorrenzialità nei confronti dei competitori esteri.

Un ultimo esempio di shock reale si ha quando si verifica un aumento della produttività dei fattori impiegati nella produzione di beni "non commerciati internazionalmente" fabbricati nel paese nazionale rispetto ai concorrenti esteri. In tal caso, ipotizzando condizioni di concorrenza perfetta, il prezzo di tali beni si ridurrà e la domanda nazionale si sposterà in direzione di un loro maggiore acquisto rispetto ai beni commerciati sui mercati internazionali; calerà di conseguenza la domanda nazionale di questi ultimi, e ne caleranno, quindi, le importazioni. Si avrà così un miglioramento del conto corrente e una tendenza all'apprezzamento reale della moneta nazionale.

³² Il disturbo reale si produce in quanto le importazioni, che dipendono dall'andamento del reddito nazionale, aumenteranno in misura maggiore delle esportazioni, le quali dipendono dall'andamento del reddito dei paesi che acquistano le merci del paese in questione, perché il reddito nazionale sta aumentando a ritmi superiori rispetto a quelli del reddito degli altri paesi.

In definitiva, è possibile sintetizzare gli effetti degli shock reali sul tasso di cambio di lungo periodo con la seguente regola: qualsiasi peggioramento delle condizioni di competitività internazionale che si verifichi in un qualsiasi segmento produttivo nazionale richiede che il tasso di cambio reale della nazione si deprezzi per compensare, attraverso l'aumento delle esportazioni e la riduzione delle importazioni, il deterioramento dei conti con l'estero che altrimenti si verificherebbe. Al contrario, nel caso in cui si abbia un miglioramento della competitività internazionale il tasso di cambio reale di equilibrio tenderà ad apprezzarsi per mantenere in equilibrio i conti con l'estero.

7.3 Il passaggio dall'equilibrio di breve periodo all'equilibrio di lungo periodo; il rischio di crisi valutarie

7.3.1 Il passaggio dal breve al lungo periodo

Nei due paragrafi precedenti si è visto come le dinamiche di breve periodo siano principalmente determinate dalle differenze tra i tassi di interesse corretti sulla base delle aspettative e come possano dar luogo ad equilibri di carattere temporaneo³³ le cui caratteristiche dipendono dalle mutevoli esigenze di finanziare i disavanzi che eventualmente si formano nei conti con l'estero. Si è anche visto che le dimensioni di questi equilibri temporanei possono essere ampliate nel medio periodo, perfino in presenza di aspettative razionali, dalla formazione e dall'esplosione di bolle speculative e dall'insorgere di fenomeni di *overshooting*. In tali casi si susseguono equilibri temporanei per periodi di tempo che possono essere anche lunghi, durante i quali si modificano i saldi patrimoniali del paese verso l'estero. Tali processi continuano fintantoché non si ritorni ad un equilibrio di lungo periodo "completo", in quanto è solo in quest'ultimo caso che non ci saranno più pressioni alla variazione dei saldi. Vediamo ora come si passa dagli equilibri temporanei all'equilibrio completo.

Un'indicazione analitica per rispondere a questa domanda c'è: i movimenti di capitale finanziario, che si determinano durante questi equilibri temporanei, danno luogo, come si è già visto nel paragrafo 5.2, a debiti e crediti internazionali, in quanto i paesi che attraggono capitale finanziario dall'estero diventano debitori nei confronti degli operatori esteri che acquistano i titoli di credito da essi emessi, laddove i paesi dai quali proviene il capitale finanziario estero acquisiscono crediti nei loro confronti. I debiti contratti debbono essere rifinanziati alla scadenza e, nel lungo periodo, debbono essere

³³ Con equilibrio temporaneo si intende una situazione che porta il mercato ad una situazione di pareggio (saldo uguale a zero) nei flussi ma che non necessariamente riequilibra gli stock. Come è noto, i flussi sono quelle grandezze economiche definibili soltanto con riferimento a un dato periodo di tempo; tra le transazioni con l'estero, contabilizzate nella bilancia dei pagamenti, le più importanti tra le grandezze che hanno la caratteristiche di essere dei flussi sono le esportazioni e le importazioni. Al contrario, gli stock (fondi) sono quelle grandezze definibili con riferimento a un istante del tempo, tipicamente quelle che misurano debiti, crediti e quantità di moneta nazionale e di valuta estera. Per avere un equilibrio completo occorre che siano in pareggio tanto i flussi quanto gli stock. Riguardo alla bilancia dei pagamenti i flussi sono costituiti dalla domanda e dall'offerta di valuta in un determinato periodo di tempo mentre i fondi sono determinati dalla posizione patrimoniale del paese nei confronti dell'estero.

comunque restituiti;³⁴ gli investitori finanziari internazionali conoscono questa semplice regola contabile e sanno che, nel momento in cui essi chiederanno al paese indebitato di restituire i suoi debiti, se questi non fosse in grado di saldarlo mantenendo il tasso di cambio invariato, sarebbe inevitabilmente costretto a lasciar deprezzare la moneta nazionale per aumentare la competitività internazionale del suo apparato produttivo e ricostituire gli attivi, effettivi o prospettici, del conto corrente oppure del conto capitale.³⁵ Essi modificheranno, quindi, le loro aspettative alla luce dell'evoluzione storica in atto e delle convinzioni che man mano acquisiranno rispetto alla probabilità che il paese nella cui valuta hanno investito sia o meno in grado di restituire i debiti internazionali che ha contratto. Essi finanzieranno, quindi, l'eventuale disavanzo del conto corrente dei paesi che acquistano dall'estero più merci (inclusi i servizi dei fattori produttivi) di quante ne esportino soltanto se riterranno di poter trarre dal prestito concesso un reddito superiore, o almeno uguale, a quello che otterrebbero prestando le loro disponibilità finanziarie ai prenditori a prestito nazionali. Poiché il rendimento di ogni finanziamento è dato dalla somma di due termini - l'interesse ottenuto sul valore nominale del prestito fornito e il cambiamento del valore nominale del titolo di credito nel quale si sostanzia il prestito - nel momento in cui, per un qualsiasi motivo, sorga la preoccupazione che il valore del titolo di credito possa ridursi, a causa, in particolare, dell'aspettativa che la moneta nella quale è denominato tale titolo si deprezzi, il rendimento dell'investimento in questione diventa negativo ed il titolo viene rapidamente venduto, nel tentativo di evitare, in tutto o in parte, la perdita di valore derivante dalla prevista caduta del suo prezzo. In definitiva, in questa prospettiva le modalità di correzione delle aspettative determinano i "tempi" del ritorno all'equilibrio di lungo periodo: se il paese che si sta indebitando nei confronti dell'estero gode di una solida posizione finanziaria, che gli permette di prendere a prestito sui mercati finanziari mondiali, il disavanzo delle partite correnti e l'accumulo di debiti esteri può proseguire anche per molti anni³⁶ senza produrre effetti negativi, di caduta del tasso di cambio della sua moneta e di depressione dell'economia che da tale caduta può trarre origine; al contrario, moltissimi paesi che si sono indebitati nei confronti dell'estero in situazioni inizialmente favorevoli hanno poi dovuto far fronte, spesso in tempi rapidissimi, a crisi valutarie che hanno prodotto effetti negativi estremamente rilevanti. Per vedere come

³⁴ Con l'aggravante, per i paesi che vanno indebitandosi con l'estero, che gli interessi sul debito accumulato appesantiscono il conto corrente, rendendo più oneroso, man mano che il debito si accresce, il ritorno all'equilibrio esterno.

³⁵ La costituzione di attivi effettivi del conto corrente o del conto capitale comporta l'entrata di valuta estera nel paese e l'afflusso di valuta permette di saldare il debito con l'estero. La diffusione dell'aspettativa che i conti corrente e capitale del paese miglioreranno in futuro in misura tale da permettere di ripagare il debito estero, attira invece capitali finanziari dall'estero; attraverso tale afflusso di capitale è possibile rifinanziare il debito con l'estero fino a che i conti corrente e capitale non migliorino e i debiti possano essere definitivamente saldati.

³⁶ Gli Stati Uniti stanno gestendo da circa 40 anni una situazione caratterizzata da cronici disavanzi delle partite correnti e dall'aumento sistematico del debito nei confronti dell'estero, grazie al privilegio di disporre della moneta che da ormai più di 60 anni svolge la funzione di principale valuta internazionale. I motivi che hanno portato a questa situazione e le dimensioni dei disavanzi cumulativi e del debito nei confronti con l'estero accumulati dall'economia statunitense saranno esaminati in prospettiva storica nel capitolo 8.

ciò accade, esaminiamo ora un altro modello di determinazione del tasso di cambio che si differenzia da quelli esaminati in precedenza in quanto non è necessariamente basato sulle aspettative razionali.

7.3.2 *L'Asset Market Approach (Modello dell'equilibrio di portafoglio)*

L'*Asset Market Approach* (in italiano “approccio dell'equilibrio di portafoglio”) prende le mosse dalla “parità del tasso di interesse” e cerca di specificare le modalità sulla base delle quali gli investitori finanziari formano le loro previsioni sull'andamento futuro del tasso di cambio quando si abbandona l'ipotesi di aspettative razionali. Per esaminarlo ripartiamo dall'equazione:

$$i_{nazionale} = i_{mondiale} + \text{Deprezzamento \% atteso della moneta nazionale} \quad (7.1.1a)$$

Essa indica che la differenza tra il tasso di interesse nazionale e il tasso di interesse estero riflette le aspettative degli operatori (del mercato finanziario mondiale) sul futuro andamento di un qualsivoglia tasso di cambio: se il tasso di interesse nazionale è più elevato del tasso di interesse estero, ciò significa che il mercato attende un futuro deprezzamento della moneta nazionale; il differenziale tra i due tassi di interesse è allora necessario per compensare gli arbitraggisti della perdita in conto capitale che il deprezzamento comporterà; al contrario, se il mercato attende un futuro apprezzamento della moneta nazionale, il differenziale tra il tasso di interesse estero (più elevato) e quello nazionale misurerà la dimensione dell'apprezzamento atteso. Con aspettative razionali la (7.1.1a) non ha bisogno di alcuna qualificazione, in quanto essa ipotizza che gli investitori finanziari abbiano informazioni sufficienti e complete per prevedere l'andamento futuro del tasso di cambio. L'abbandono dell'ipotesi di aspettative razionali³⁷ non modifica l'ottica nella quale si muove il modello, che rimane sempre quella della gestione delle risorse finanziarie ad opera di possessori di ricchezza che vogliono trarre dall'investimento finanziario il massimo profitto possibile. In presenza di incertezza essi dovranno però perseguire anche la minimizzazione del rischio affrontato, il che comporta che tengano in conto la possibilità che le loro aspettative siano errate e cerchino quindi di massimizzare il mix di rendimento atteso e rischio connesso alla detenzione dei titoli denominati nelle monete prescelte. Il problema diventa per loro quello di specificare la funzione che misura il rischio percepito, cioè la probabilità che i titoli possano perdere di valore a seguito del deprezzamento della moneta nella quale sono denominati:

$$i_{nazionale} = i_{mondiale} + \text{Deprezz. \% atteso della moneta naz.} + \text{Rischio percepito} \quad (7.3.1a)$$

³⁷ Si ricordi che l'ipotesi di aspettative razionali implica perfetta conoscenza del futuro e quindi assenza di incertezza.

Per far ciò essi valuteranno la possibilità che il paese i cui titoli stanno acquistando, e al quale stanno quindi effettuando un prestito, sia in grado di ripagare il prestito acceso. Come si vide nel paragrafo 5.2, il debito estero si forma con riguardo ai paesi che cumulano disavanzi nei conti con l'estero e può da essi essere restituito solo a condizione che ai disavanzi facciano seguito avanzi di dimensioni sufficienti a ripagare il debito e gli interessi che su di esso si sono accumulati con l'andar del tempo. Una prima valutazione che gli investitori faranno nel decidere se acquistare i titoli nei quali tale debito si sostanzia, o nel rifinanziarli all'atto della loro scadenza, è appunto considerare la possibilità che ha il paese di rovesciare la situazione che ha portato al disavanzo delle partite correnti e volgerla alla costituzione degli avanzi futuri che saranno necessari per ripianare il debito. In questa prospettiva, ad esempio, saranno guardati senza troppo sospetto dagli investitori internazionali, e quindi potranno essere finanziati con relativa facilità, gli eventuali disavanzi ciclici, quelli che traggono origine da processi di crescita sostenuti in fasi durante le quali il resto del mondo sta crescendo a ritmi inferiori,³⁸ o da abnormi aumenti dei prezzi delle materie prime, che si ritenga non siano destinati a durare a lungo, e soprattutto gli aumenti delle importazioni di beni capitali indirizzati a migliorare l'apparato produttivo nazionale e forieri di aumentare in futuro la produttività dell'apparato economico nazionali e, di conseguenza, la capacità di esportazione del paese. Saranno invece guardati con un certo sospetto i disavanzi con l'estero derivanti da una scarsa competitività delle imprese nazionali nei confronti dei concorrenti esteri, in particolare nei casi in cui la competitività internazionale stia declinando e i disavanzi siano connessi all'esigenza di finanziare all'estero livelli di crescita del debito pubblico che non si riesce a finanziare con il risparmio nazionale e che non presentino prospettive di futuro aumento della produttività nazionale.

Un altro fattore che sarà tenuto particolarmente d'occhio dagli investitori internazionali sarà la capacità del paese di sostenere i tassi di interesse praticati sul debito internazionale. Quindi, qualsiasi aumento dei tassi di interesse sul mercato finanziario tenderà a peggiorare l'opinione degli investitori riguardo alla solvibilità dei paesi fortemente indebitati. Anzi, di solito è l'appesantimento delle condizioni alle quali i debiti sono rifinanziati (misurato dallo *spread* tra il tasso di interesse che il mercato pratica sui debiti considerati meno rischiosi e quello che viene applicato ai paesi in difficoltà) a indicare l'avvicinarsi del rischio di crisi valutarie.

7.3.3 Le crisi valutarie e il problema del "contagio"

Si ha una crisi valutaria quando gli investitori finanziari, sia esteri³⁹ sia nazionali,⁴⁰ perdono la fiducia che il paese sia in grado di restituire il debito accumulato e ne rifiutano

³⁸ Si tratta dei casi in cui il disavanzo commerciale deriva da un eccesso delle importazioni sulle esportazioni dovuto ad un livello delle prime elevato a causa del boom della domanda interna mentre le seconde sono condizionate dal basso livello della domanda esterna, nella convinzione che il ritorno della crescita nel resto del mondo permetterà al paese di superare la fase congiunturale (peraltro favorevole sul terreno della crescita interna).

³⁹ Ad esempio, non rinnovando i titoli in scadenza precedentemente sottoscritti.

⁴⁰ Di solito trasferendo i loro fondi finanziari all'estero.

il finanziamento. Nel periodo che va dalla metà degli anni settanta del secolo XX alla metà del primo decennio del XXI si sono verificate numerose crisi valutarie (124 secondo una valutazione, cfr. Reinhart e Rogoff, 2009). L'incapacità di trovare soluzioni che evitassero tali crisi, o almeno ne limitassero gli eccessi, ha costituito il tallone d'Achille della globalizzazione finanziaria che è sfociata nella crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2007.

L'origine di ogni crisi valutaria è sempre la crisi di fiducia nei confronti di una moneta nazionale da parte dei suoi creditori (coloro che possiedono i titoli di credito denominati in tale moneta) e la precipitosa richiesta alla banca centrale di tale paese di restituire i debiti precedentemente stipulati. Le più gravi tra tali crisi valutarie hanno coinvolto i paesi che si erano indebitati verso l'estero non nella propria moneta ma in una valuta estera. La richiesta di restituzione dei debiti ha in tali casi inevitabilmente prodotto la caduta del tasso di cambio di tale moneta. Come si è visto nel paragrafo 5.4, il deprezzamento del tasso di cambio non basta nel breve periodo a rilanciare le esportazioni; anzi, nell'immediato esso produce spesso un ulteriore peggioramento del saldo dell'interscambio commerciale.⁴¹ Il peso dei debiti esteri, essendo espresso in valuta estera, si appesantisce rispetto a una moneta nazionale che si sta svalutando. L'unico modo che rimane al governo del paese colpito dalla crisi valutaria per ripianare il debito estero è aumentare i tassi di interesse per cercare di attirare valuta internazionale e mettere in atto politiche di riduzione della domanda per ridurre le importazioni; era questa la ricetta che le organizzazioni internazionali, primo tra queste il Fondo Monetario Internazionale, prospettavano alle nazioni alle prese con crisi valutarie negli ultimi due decenni del secolo XX (essa fu efficacemente definita "Washington Consensus" per sottolinearne l'assonanza con gli interessi delle banche creditrici - le maggiori tra queste essendo statunitensi, dei quali si facevano portavoce il ministro del tesoro degli Stati Uniti e il personale del Fondo, che ha sede appunto a Washington - consistente nell'ottenimento della restituzione dei crediti forniti). Questa ricetta portava però altrettanto inevitabilmente alla recessione economica dei paesi debitori, indebolendone la struttura economica, creando difficoltà agli investitori (dovendo restituire i debiti essi erano spesso costretti a interrompere i programmi di investimento prima di averne goduto i frutti) alle banche nazionali che li avevano finanziati e ai governi, che spesso avevano dovuto garantire la restituzione dei debiti nazionali nei confronti del sistema finanziario internazionale per permettere agli operatori nazionali di usufruirne. L'indebolimento dell'economia causava una nuova perdita di fiducia, avviando nuove fughe dai titoli finanziari nazionali e avviando un circolo vizioso che si sarebbe arrestato soltanto quando, e se, il deprezzamento avesse cominciato a determinare l'aumento delle esportazioni e il valore della moneta oggetto della crisi valutaria si fosse ridotto talmente tanto da ripristinare la fiducia dei prestatori internazionali; per di più, il de-

⁴¹ Tale risultato dipende dal fatto che la condizione di Marshall e Lerner non è di solito soddisfatta nel brevissimo periodo. Va anche tenuto conto che in molti paesi in via di sviluppo che basano la loro crescita sulle esportazioni e nei paesi poveri che dipendono fortemente dalle importazioni il tempo richiesto perché la condizione sia soddisfatta è piuttosto lungo (talvolta in tali paesi la condizione non è soddisfatta neppure nel lungo periodo). E' per questo motivo che la crisi del 2007, pur essendo iniziata, come vedremo nel capitolo 8, negli Stati Uniti, ha colpito con particolare violenza i paesi poveri, sia riducendo le loro esportazioni sia aumentando i prezzi delle loro importazioni, in particolar modo di prodotti alimentari.

prezzamento innestava di solito il circolo vizioso “deprezzamento-inflazione” già descritto nel paragrafo 7.1.2.2, aggravando i danni sull’economia reale, che finivano per risultare estremamente rilevanti. La paura delle crisi valutarie ha spinto nei dieci anni che hanno preceduto la crisi finanziaria del 2007, ed anche successivamente, ad aumentare la quantità delle riserve ufficiali che, come vedremo nel capitolo 8, ha contribuito al formarsi al livello mondiale di un eccesso di offerta aggregata rispetto alla domanda effettiva che è stato uno dei fattori dirompenti della crisi finanziaria e reale mondiale iniziata in quell’anno.

Vale la pena di descrivere, sia pure sinteticamente, come la globalizzazione finanziaria abbia aggravato le crisi valutarie e le indicazioni che da ciò sono derivate sul funzionamento e sulle prospettive di riforma del sistema monetario internazionale.

I mercati finanziari internazionali sono stati sottoposti negli ultimi due decenni, oltre al processo di integrazione globale di cui si è parlato nel paragrafo 5.3, a profondi processi di deregolamentazione e di privatizzazione della creazione di moneta (cfr. Guttmann, 1997). Nei mercati monetari internazionali gli obblighi di riserva sono praticamente inesistenti; a differenza dei sistemi monetari nazionali, la variabile cruciale non è qui la base monetaria creata dalla banca centrale ma diventa il credito fornito dalle banche, che è espresso quasi esclusivamente in dollari, essendo il dollaro la valuta maggiormente utilizzata nelle transazioni internazionali.⁴³ Esso si diversifica in una pluralità di fonti, ognuna con livelli di rendimento, liquidità e rischio differenti, il che implica che le banche possono scegliere il mix di profittabilità, liquidità e rischio che preferiscono, affrontando però la possibilità che chi richiede il prestito non sia in grado di restituirlo alla scadenza, e quindi che esse stesse possano fallire se coloro ai quali hanno concesso prestiti falliscono. In assenza di controlli sulle operazioni bancarie internazionali, il credito internazionale può espandersi praticamente *ad libitum* delle banche che vi operano, indirizzandosi verso i richiedenti disposti a pagare tassi di interesse più elevati della media, che spesso sono quelli impegnati nelle attività più rischiose, in particolare quando, come spesso accade per i progetti di investimento dei paesi in via di sviluppo, la loro restituzione è garantita dallo stato per facilitarne la concessione. Il capitale prestatato può essere ritirato altrettanto facilmente al primo settore di difficoltà del debitore o della moneta nazionale, determinando nel paese debitore pesanti squilibri dei conti con l’estero, di solito aggravati dalle “fughe” di capitale finanziario verso l’estero attuate dagli operatori, esteri ma anche nazionali, che, prevedendo il deprezzamento della moneta nazionale, cercano di disfarsene prima che il temuto deprezzamento si verifichi. Essendo i prestiti internazionali denominati in una valuta “forte”, solitamente il dollaro, la fuga dei capitali porta facilmente al deprezzamento della moneta nazionale, agendo, di solito, in modo cumulativo: man mano che il deprezzamento ha luogo un numero sempre maggiore di possessori di titoli denominati in moneta nazionale è spinto a venderli e ad acquistare titoli denominati in monete estere, con la

⁴² Per di più, una larga parte delle operazioni finanziarie internazionali ha per oggetto contratti “derivati” che sfuggono anche agli obblighi di riserva nazionali.

⁴³ I motivi che hanno portato il dollaro a svolgere il ruolo di valuta internazionale per eccellenza nella seconda metà del secolo XX° e a continuare ad esserlo nella prima decade di questo secolo saranno analizzati nel capitolo 8.

conseguenza di aumentare il peso del debito con l'estero misurato in moneta nazionale, rendendone via via più difficile la restituzione e appesantendo l'entità del deprezzamento. In secondo luogo, nel mercato finanziario nazionale tenderanno a verificarsi situazioni di razionamento del credito ed effetti ricchezza⁴⁵ che producono effetti recessivi. Il razionamento del credito implica che alcuni progetti di spesa, in particolare quelli che danno luogo ad investimenti, non possono essere attuati non perché non offrano prospettive economiche adeguate ma semplicemente perché alcune banche non se la sentono di affrontare il rischio. Gli effetti ricchezza, a loro volta, si determinano quando si verificano variazioni dei prezzi delle attività finanziarie: nel caso di crisi valutarie si avranno riduzioni dei prezzi dei titoli indotti dalle vendite effettuate dagli operatori che vogliono sbarazzarsi delle attività finanziarie denominate nella valuta in difficoltà. Le riduzioni dei prezzi implicano la riduzione dei valori delle attività finanziarie possedute dai privati e, per questa via, riduzioni dei consumi, degli investimenti e, nella misura in cui anche l'amministrazione pubblica abbia finanziato le sue spese all'estero, anche della spesa pubblica, sia direttamente – da un lato, la riduzione del valore dei titoli spinge le famiglie a ridurre consumi e risparmi e, dall'altro, si riduce anche la convenienza delle imprese ad emettere azioni per finanziare investimenti – sia indirettamente (si riducono le garanzie su ogni tipo di prestito, il che spinge le banche a razionare ulteriormente il credito e ad aumentare i tassi di interesse sui prestiti per compensare l'aumentato rischio).

Mercati finanziari nei quali prevalgono fenomeni di razionamento dei crediti ed effetti ricchezza sono inevitabilmente sottoposti a ondate di ottimismo e di pessimismo che aumentano la volatilità dei prezzi delle attività finanziarie e dei tassi di cambio anche più di quanto sia previsto nei modelli esaminati in precedenza⁴⁶ e tendono a spingere all'insù i tassi di interesse e gli oneri finanziari sul debito estero, accrescendone il peso. In tutte queste situazioni si hanno riduzioni di spesa che, nei casi più gravi, possono sfociare nel fallimento degli operatori economici più indebitati, provocando effetti cumulativi che si propagano all'interno dell'economia in questione, in quanto il fallimento di un operatore (impresa o banca che sia) mette in difficoltà i suoi creditori, che non riescono a riscuotere i loro crediti, coinvolgendoli nella situazione di difficoltà e, nei casi più gravi, trascinandoli alla bancarotta (si parla in questo caso di "effetto domino"). Va con sé che tanto più fragili sono i sistemi finanziari sui quali la

⁴⁴ I fenomeni di razionamento del credito sono studiati da Stiglitz e Weiss (1986) con riferimento ai mercati finanziari nazionali e da Greenaway e Stiglitz (2004) come elemento cruciale nella transizione degli effetti recessivi innestati dalle crisi valutarie al settore reale dell'economia.

⁴⁵ Gli effetti ricchezza furono individuati da Fisher (1933) esaminando la recessione che fece seguito alla crisi di Wall Street del 1929 e sono ritornati in auge recentemente grazie ai contributi di Tobin (1980) e di Minsky (1993).

⁴⁶ I mercati finanziari internazionali si comportano in queste condizioni nel modo così ben descritto da Keynes nella *Teoria Generale* con riferimento alla situazione dei mercati finanziari nazionali negli anni Trenta: "gli speculatori non producono danni se si verificano bolle speculative in una situazione di stabile attività delle imprese. Ma la situazione diventa grave quando le imprese diventano bolle in un vortice di speculazione. Quando la crescita del capitale di una nazione diventa il sottoprodotto delle attività di un casinò, ciò significa che c'è qualcosa che non va" (Keynes, 1936, pag. 159).

crisi si abbatte tanto più impetuosi sono i fenomeni di fuga dei capitali all'estero, di stretta creditizia e di caduta delle borse valori e tanto più rovinosi sono, in definitiva, gli effetti recessivi complessivamente prodotti dal circolo vizioso descritto in precedenza.

Va, infine, sottolineato anche che le crisi valutarie tendono ad espandersi verso altri paesi indebitati. Si è parlato in proposito di "contagio". Le crisi valutarie si sono mostrate negli anni della globalizzazione finanziaria contagiose, né più né meno delle malattie infettive, coinvolgendo nelle vicissitudini di cui sopra anche molti paesi che non erano stati colpiti inizialmente dalle crisi. Per capire questo aspetto del problema occorre riflettere sul fatto che il comportamento dei gestori finanziari è improntato alla gestione del portafoglio crediti attuata dai possessori di ricchezza investita sui mercati finanziari internazionali, in particolare dalle banche, ed è improntato alla massimizzazione del trade-off tra rendimenti e rischio del portafoglio titoli. All'esplosione della crisi la qualità dei crediti vantati dagli operatori stranieri nei confronti del paese sottoposto all'attacco speculativo si deteriora, in quanto aumenta il rischio d'insolvenza, dapprima del paese alle prese con la crisi, poi, poco a poco, dei paesi che si trovano, o che il mercato ritiene si trovino, in condizioni analoghe al primo. Si modifica, di conseguenza, il *trade off* tra rischio e rendimento dell'intero portafoglio crediti. L'insorgere di una crisi valutaria aumenta il rischio dei titoli denominati nella moneta del paese sottoposto alla crisi e quindi dell'intero pacchetto titoli di chi li detiene; la reazione di costoro sarà quella di ripristinare il trade-off considerato ottimale, diminuendo la rischiosità complessiva dell'insieme dei titoli posseduti; ciò è possibile soltanto se si abbandonano, vendendoli, i titoli relativi ai paesi alle prese con la crisi e quelli dei paesi che presentino qualche analogia con essi, ad esempio una posizione debitoria estera elevata, e acquistando titoli provenienti da paesi meno rischiosi e denominati in valute considerate più solide (valute rifugio) provocando la caduta dei corsi e l'appesantimento delle condizioni alle quali sono finanziati i primi e, in definitiva, il deprezzamento dei tassi di cambio di paesi che fino a poco tempo prima erano considerati sani ma che il contagio ha fatto rientrare nell'ambito di quelli colpiti dalla crisi valutaria.⁴⁷ La fuoriuscita di capitale può allora estendersi a paesi che, in assenza della crisi finanziaria, sarebbero stati in grado di restituire tranquillamente i debiti alla scadenza se solo le condizioni dei mercati finanziari non fossero mutate in peggio. In qualcuno di questi è possibile che si riproducano le condizioni di crisi sopra descritte e che anch'esso sia trascinato nel circolo vizioso "uscite di capitale-deprezzamento della moneta-recessione".

7.3.4 Una esposizione non formalizzata dei modelli che studiano le crisi valutarie

E' utile a questo punto elaborare una tipologia delle forme che possono assumere le crisi valutarie, anche come premessa all'analisi della prima vera e propria crisi finan-

⁴⁷ Anche questi ultimi, per difendersi, accumuleranno riserve di valuta e contribuiranno all'eccesso dell'offerta sulla domanda effettiva mondiale.

ziaria mondiale, iniziata nel 2007, le cui caratteristiche e le difficoltà che essa lascia in eredità saranno esaminate nel capitolo 8. E' stato molto discusso nella letteratura specialistica il problema se la caduta improvvisa del tasso di cambio susseguente all'attacco speculativo di operatori che ritengono prossima la svalutazione della moneta possa verificarsi soltanto come conseguenza dell'attuazione di politiche macroeconomiche troppo espansive, in quanto queste ultime determinano disavanzi commerciali con l'estero che diventano insostenibili man mano che si riducono le riserve di valuta internazionale possedute dalla banca centrale e aumenta il peso degli interessi da pagare sul debito, o non sia causata da un'improvvisa arrendevolezza dei *policy maker* nazionali, che ritengono troppo costoso, nei termini degli squilibri macroeconomici che si verrebbero a creare, continuare a difendere il tasso di cambio vendendo valuta sui mercati di cambio o, infine, come conseguenza della debolezza delle istituzioni di mercato nazionali combinata con un'esagerata disponibilità dimostrata nel passato dal sistema bancario mondiale a finanziarli in presenza di garanzie di rimborso offerte dai governi nazionali, dal FMI o dall'Unione Monetaria della quale fanno parte. Si è parlato, a proposito delle tre spiegazioni or ora enunciate, di prima, seconda e terza "generazione" di modelli di crisi valutaria. Al di là delle caratteristiche analitiche dei singoli modelli, si ha l'impressione che essi riflettano le condizioni storiche delle crisi finanziarie che si sono succedute negli ultimi anni. E' in quest'ottica che li esaminiamo rapidamente ora.

La prima generazione di modelli, il cui capostipite può essere considerato Krugman (1979), riflette le condizioni di inizio anni ottanta. In quegli anni era ancora vivo il ricordo dei buoni risultati ottenuti nei decenni precedenti dalle politiche di sostegno della domanda e parecchi paesi, il caso emblematico fu la Francia all'inizio degli anni ottanta, cercavano di rilanciare la crescita attuando politiche monetarie e fiscali espansive in modi analoghi a quelli che erano stati attuati negli anni cinquanta e sessanta e che abbiamo descritto esaminando il *modus operandi* del modello di Mundell e Fleming. In particolare, politiche espansive attuate attraverso l'aumento della spesa e del disavanzo del bilancio pubblico spingevano inizialmente i tassi di interesse verso l'alto, attirando capitali finanziari dall'estero, e provocando indebitamento del paese e rivalutazione del cambio, fenomeni che squilibravano i conti con l'estero. Gli avanzi dei movimenti di capitale, accrescendo l'indebitamento nei confronti dell'estero, mettevano nelle mani di coloro che fornivano i prestiti internazionali la possibilità di dare l'avvio alla crisi ritirando i prestiti, mentre la rivalutazione del cambio faceva perdere spazio sui mercati internazionali alle imprese nazionali, deteriorando il *conto corrente* della bilancia dei pagamenti. Non appena si diffondeva tra i creditori esteri la preoccupazione che il paese potesse lasciar deprezzare il cambio per recuperare competitività sui mercati internazionali, i capitali finanziari che erano affluiti in precedenza scappavano in tutta fretta e la crisi valutaria iniziava, ancor prima che la banca centrale avesse impiegato tutte le sue risorse finanziarie nella difesa del cambio.

L'indicazione che proveniva da questi modelli era un avvertimento ai *policy maker* ad essere estremamente cauti nell'impostare politiche fiscali espansive indebitandosi all'estero. Paradossalmente, proprio all'inizio degli anni Ottanta gli Stati Uniti andavano avviando politiche fiscali espansive di grandi dimensioni (che hanno continuato a mettere in atto, con alti e bassi e con pochissime eccezioni, sino ad oggi) le quali non sortivano gli effetti paventati dal modello grazie all'aumento della domanda di riserve

valutarie da parte delle banche centrali del resto del mondo che veniva soddisfatta attraverso l'acquisto di un grande ammontare di titoli denominati in dollari. Si trattava, però, di un'eccezione, dovuta al particolare ruolo di moneta di riserva internazionale svolto dal dollaro. Gli altri paesi che ne hanno seguito l'esempio finivano inevitabilmente per cadere nella trappola descritta e subivano gli effetti reali della crisi.

I modelli della seconda generazione, elaborati all'inizio degli anni novanta (Obstfeld, 1996, ma il modello era stato diffuso già nel 1993, ne è il più rappresentativo) riflettevano un atteggiamento che si era andato diffondendo tra i *policy maker* a seguito dell'insorgere delle crisi valutarie descritte dai modelli della prima generazione. Poiché la difesa del tasso di cambio a fronte dell'attacco speculativo comportava inevitabilmente un costo in termini di rinuncia a perseguire l'equilibrio interno, derivante dall'abbandono delle politiche espansive, le autorità monetarie, in presenza di tali attacchi, si chiedevano se fosse loro conveniente difendere il cambio e abbandonare le politiche espansive, rinunciando all'obiettivo interno della crescita del reddito e dell'occupazione, oppure se non fosse meglio accettare il deprezzamento della moneta, sperando che esso producesse un miglioramento della competitività internazionale delle imprese nazionali e, attraverso l'aumento delle esportazioni e la riduzione delle importazioni, mantenesse elevata la crescita dell'economia. Secondo questi modelli l'insorgere di un attacco speculativo può modificare le politiche del cambio e avere successo anche nei confronti di paesi che stanno cercando di difendere un livello del tasso di cambio che non è necessariamente sopravvalutato ma che è comunque sottoposto ad un attacco speculativo da parte di operatori finanziari che vendono quantità rilevanti di moneta e di titoli di tale paese, spesso principalmente prodotti finanziari a termine ("derivati"), per spingerli ad accettare il deprezzamento della moneta, dal quale i venditori, di solito "allo scoperto", di titoli derivati contano di trarre cospicui guadagni. In tal caso i *policy maker* potrebbero difendersi dall'attacco speculativo attuando politiche monetarie restrittive, che accrescono i tassi di interesse, ripromettendosi così di attirare capitali finanziari dall'estero. L'aumento del tasso di interesse avrebbe però un impatto deflativo sull'economia, in quanto ridurrebbe gli investimenti e i consumi, specie quelli di beni durevoli, e aumenterebbe il peso del debito pubblico, in quanto in queste condizioni un attacco speculativo potrebbe essere contrastato soltanto aumentando vieppiù il tasso di interesse per contrastare le vendite di moneta nazionale effettuate dagli speculatori. La crescita del tasso di interesse può, ad un certo punto, diventare eccessiva e *policy maker* inizialmente orientati a difendere il cambio possono mutare strategia e passare al deprezzamento della moneta che ha comunque l'effetto positivo di rilanciare le esportazioni. Questi modelli - che in larga riflettono l'esperienza di Italia, Finlandia, Regno Unito, Svezia e Spagna nel 1992 - sottolineano come le decisioni di abbandonare la difesa del cambio spesso non siano determinate soltanto da condizioni oggettive ma anche dall'abilità della speculazione internazionale nell'interpretare e volgere a proprio vantaggio i problemi e le difficoltà dei *policy maker* nazionali, rendendo loro troppo costosa, e quindi non più conveniente, la difesa del tasso di cambio.

I modelli di prima e di seconda generazione riflettono, in definitiva, le difficoltà di fronte alle quali si trovano i *policy maker* di nazioni ricche che vorrebbero utilizzare le possibilità offerte dalle politiche keynesiane di sostegno della domanda ma che debbo-

no fare i conti con i vincoli imposti dalla globalizzazione finanziaria e dall'assenza di coordinamento internazionale delle politiche economiche attuate nelle maggiori economie mondiali. Le crisi che essi descrivono non sono state prima del 2007 terribilmente gravi (se paragonate a quelle dei paesi in via di sviluppo, esaminate dai modelli di terza generazione) anche se si sono spesso risolte con la rinuncia da parte dei governanti di questi paesi ad attuare politiche della domanda espansive.

I modelli di "terza generazione" richiamano, invece, l'esperienza delle crisi valutarie che hanno colpito nell'ultimo decennio del secolo scorso molti paesi che stavano cercando di cambiare la loro posizione nella gerarchia dell'economia mondiale avviando processi di investimento e/o di liberalizzazione e di privatizzazione di segmenti importanti delle loro economie finanziati prendendo a prestito capitale finanziario dall'estero. I paesi che in questo periodo hanno subito le crisi finanziarie più dure appartengono a tre fattispecie: (1) i principali paesi dell'area centro-sud americana – il Messico nel 1994-95, il Brasile nel 1998 e l'Argentina nel 2001-02 – nel momento in cui stavano cercando di rafforzare le loro strutture economiche; (2) i paesi dell'est asiatico – Thailandia, Indonesia, Malesia, Corea del sud e Hong Kong – che stavano sperimentando processi di crescita economica estremamente robusti da quasi venti anni, nel 1997-98; (3) la Russia, nel 1998, che aveva abbandonato l'organizzazione economica collettivista e stava cercando di sviluppare il suo mercato interno e il suo apparato produttivo passando ad un'economia di mercato. Due elementi accomunano queste esperienze: in primo luogo, l'adesione ai precetti dell'impostazione che Williamson (1991) efficacemente definì *Washington Consensus*. In secondo luogo, una fragilità di fondo delle strutture economiche, soprattutto quelle finanziarie e quelle deputate al controllo dei mercati che venivano liberalizzati, sovente cercando di imitare le istituzioni dei paesi più sviluppati ma non sempre riuscendoci, con il procedere dell'integrazione nell'economia mondiale.

Lo *Washington Consensus* riassumeva le indicazioni che il FMI forniva ai paesi che richiedevano prestiti e le condizioni che poneva per ottenerli. Esse si ispiravano largamente alla concezione neo-liberista della politica economica. Si tenga conto che l'ottenimento di prestiti da parte del FMI era per i paesi in via di sviluppo importante non soltanto per l'entità del finanziamento ottenuto ma anche, e forse soprattutto, per la patente di credibilità che la loro concessione comportava nei confronti del mercato finanziario internazionale. Le condizioni richieste dal FMI erano improntate a due principi di fondo: in primo luogo, si richiedeva di adottare un atteggiamento nei confronti delle politiche macroeconomiche improntato alla prudenza fiscale: pareggio del bilancio pubblico e stabilizzazione (o riduzione, nel caso fosse giudicato come eccessivamente elevato) del rapporto debito/PIL; inoltre, sempre secondo il FMI, questi risultati andavano perseguiti attraverso la riduzione della spesa pubblica piuttosto che attraverso l'aumento delle imposte e andavano inquadrati in un'impostazione a sostegno delle politiche dell'offerta, consistente nella riduzione di tutti i tipi di sussidi pubblici all'economia. In secondo luogo, si richiedeva l'adozione di politiche improntate al liberismo sia nei rapporti internazionali (libertà di movimento delle merci, evitando l'imposizione di dazi, quote o qualsiasi altra misura indirizzata a frenare le importazioni; libertà di movimento dei capitali finanziari sia in entrata sia in uscita, in modo che sia la determinazione del tasso di cambio sia quella del tasso di interesse fossero lascia-

te al libero operare del mercato) sia all'interno (privatizzazione delle attività eventualmente gestite da imprese pubbliche, deregolamentazione dei mercati, a partire dal mercato del lavoro, e garanzia dei diritti di proprietà).

L'applicazione di questi principi non ha evitato il verificarsi di molte crisi valutarie, che tra il 1994 (Messico) e il 2001 (Argentina) hanno colpito numerosi paesi che li stavano applicando. Anzi, secondo numerosi osservatori⁴⁸ ne hanno aggravato gli effetti recessivi, frenando l'adozione di politiche espansive che sarebbero state più adatte a ripristinare l'equilibrio interno. Queste esperienze hanno prodotto il risultato di screditare le ricette dello *Washington Consensus* agli occhi dei *policy-maker* dei paesi che ne hanno subito le conseguenze, ma non sono riuscite a diffondere tra gli economisti una visione comune né dei motivi che hanno portato al loro fallimento né dei rimedi necessari a farvi fronte.

La vulgata neo-liberista ha attribuito la responsabilità del fallimento di queste politiche alla protezione che i governi dei paesi che si stanno indebitando all'estero spesso svolgono a favore dei segmenti deboli dell'economia, imprese ma soprattutto banche, fornendo garanzie di restituzione dei debiti ai creditori esteri e riducendo così il rischio affrontato dalle banche internazionali, le quali sono così incentivate a concedere prestiti in misura superiore a quanto sarebbe prudente e si sentono autorizzate a chiedere aiuto ai governi nazionali e al FMI di fronte all'eventuale insorgere di una crisi finanziaria. Prevedendo il futuro intervento dei governi nazionali e del FMI, le banche internazionali agiscono in una tipica condizione di "azzardo morale" convinte di poter scaricare gli eventuali costi della loro eccessiva prodigalità sugli operatori pubblici, Stati nazionali e FMI. Anche accettando questa stilizzazione delle responsabilità dei *policy maker* nazionali e internazionali nella nascita e nell'espansione delle crisi finanziarie, è comunque evidente che le politiche neo-liberiste sono state applicate in modo troppo fiducioso nelle potenzialità che privatizzazione e deregolamentazione dei mercati interni fossero sufficienti a trasformare imprese gestite spesso in condizioni di monopoli pubblici in imprese private operanti secondo il paradigma dei mercati concorrenziali e pertanto più efficienti delle prime. In realtà le politiche improntate allo *Washington Consensus* sono fallite clamorosamente per la scarsa attenzione che era in esse prestata alla costituzione delle infrastrutture istituzionali destinate a garantire la funzionalità dei mercati, a ridurre la fragilità del sistema finanziario e a valorizzare il capitale umano e imprenditoriale. Spesso l'applicazione di questi principi ha portato semplicemente alla sostituzione dei monopoli pubblici preesistenti con monopoli privati, producendo il risultato di dar luogo *sic et simpliciter* ad un aumento del potere di monopolio dei produttori (evidenziato dall'aumento dei prezzi, laddove il modello della concorrenza perfetta prevederebbe in tali casi riduzioni dei prezzi dovute sia alla maggiore crescita della produttività sia alla maggiore concorrenza, entrambe ipotizzate dal modello teorico ma non sempre operanti nella realtà concreta). Ciò che è emerso chiaramente dalle esperienze nelle quali le liberalizzazioni e le deregolamentazioni sono stati applicate sperando nei loro effetti salvifici senza tenere nel debito conto le situazioni di partenza e senza programmare i passi attraverso i quali ci si riproponeva di passare da situazioni di monopolio statale a situazioni di concorrenza effettiva è stata

⁴⁸ Si vedano in particolare Stiglitz (2002) e Rodrik (2011)-

l'indicazione che la formazione dei mercati è spesso un processo lento il cui risultato non è affatto scontato, e che quindi va sostenuto con adeguate politiche di rafforzamento delle istituzioni (creazione di *authorities* che controllino l'applicazione dei principi della concorrenza e delle leggi antimonopolistiche, ecc.) e che i processi di crescita per consolidarsi abbisognano di tempi più lunghi di quelli normalmente concessi dal credito internazionale. La moderna teoria dello sviluppo ha ormai incorporato il cambiamento istituzionale tra le condizioni necessarie perché la crescita economica si consolidi.⁴⁹ Anche in questo caso, però, l'attuazione di queste indicazioni richiederebbe che le politiche dei vari attori fossero coordinate e indirizzate alla soluzione dei problemi esposti piuttosto che lasciate all'aleatorio operare dei mercati finanziari mondiali.

Al contrario, gli autori della scuola keynesiana ritengono che la causa principale delle crisi valutarie e finanziarie che si sono verificate nell'ultimo trentennio e che hanno avuto nella crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2007 i loro culmine sia la carenza di domanda effettiva che si è verificata negli anni della globalizzazione finanziaria a seguito della diffusione dei molti fattori che tendono a ridurre il valore del moltiplicatore mondiale (che saranno passati in rassegna nel capitolo 8) e che hanno nell'ampliamento continuo delle riserve di valuta internazionale da parte dei *policy-maker* dei paesi che vogliono difendere i loro paesi dalla possibilità di incorrere in crisi valutarie la prova più evidente. Questi autori lamentano in particolare che la gestione delle crisi finanziarie e valutarie sia oggi indirizzata a difendere gli interessi dei banchieri internazionali piuttosto che a contrastare gli squilibri che sono all'origine della crisi.

Le crisi valutarie degli anni ottanta e novanta del secolo scorso presentavano caratteristiche che sarebbero poi riapparse nella crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2007 come conseguenza dell'esplosione dapprima della bolla dei prestiti immobiliari negli Stati Uniti, che si è diffusa successivamente all'intero mercato finanziario mondiale ed è poi tracimata nel settore reale dell'economia mondiale, dapprima nei paesi i cui sistemi finanziari stavano scontando gli effetti della bolla ed ha infine contagiato l'intera economia mondiale. Continueremo l'analisi di questi temi nel capitolo 8, dopo aver effettuato un *excursus* sull'evoluzione dei sistemi di coordinamento monetario internazionale che si è avuta nella lunga fase, tra gli ultimi decenni del XIX secolo e la prima decade del XXI, che ha visto l'espansione della globalizzazione, dapprima principalmente attraverso scambi commerciali e migrazioni di lavoratori e successivamente attraverso la delocalizzazione dei processi produttivi su scala mondiale e la creazione del mercato finanziario mondiale.

⁴⁹ Un rapporto della Banca Mondiale (cfr. World Bank, 1997) sintetizzò con efficacia questo punto di vista già 10 anni fa. Successivamente, si è sviluppata in proposito una vasta letteratura teorica ed empirica, che ha nei lavori di Rodrick (Rodrick, Subramani e Trebbi, 2004, è probabilmente il più esplicito) i suoi punti più avanzati.

8

Sistemi monetari internazionali, crisi finanziaria mondiale e progetti di riforma dell'architettura finanziaria mondiale

In questo ottavo capitolo sono illustrate le vicende e le tappe storiche che hanno condotto alla globalizzazione finanziaria e sono esaminati i problemi di fronte ai quali si trova oggi il sistema monetario internazionale.¹ L'analisi qui svolta utilizza i concetti teorici presentati nei capitoli precedenti. Tuttavia, la presentazione che se ne fa in questa sede è volutamente non tecnica, al fine di mettere in condizione di comprenderla sia gli studiosi e gli studenti di economia, che in essa potranno valutare la rilevanza e il ruolo che i modelli economici hanno svolto nelle varie fasi della storia recente, sia i cultori di altre discipline sociali, che potranno utilizzarla per inserire elementi di conoscenza economica nel tessuto della storia moderna.

A premessa di questa analisi, nel, brevissimo, paragrafo 8.1 viene indicato il modo in cui le due forme estreme che i regimi di cambio possono assumere (cambi fissi e cambi flessibili) reagiscono al verificarsi di shock reali e di shock monetari. Questa analisi, che di fatto poggia sul modello di Mundell e Fleming studiato nel capitolo 6, indica che i due regimi di cambio hanno efficacia totalmente differente nel controbattere shock di natura diversa: un regime di cambi fissi è estremamente efficace a compensare gli effetti di shock monetari sul livello della domanda interna mentre aggrava gli effetti degli shock reali; al contrario, un regime di cambi flessibili consente ai paesi che subiscono shock reali di preservare l'equilibrio esterno pur gestendo la domanda interna in direzione della piena occupazione ma, se adottato a fronte di uno shock monetario, ne

¹ Il concetto di "sistema monetario internazionale" è definito in maniera precisa all'inizio del paragrafo 8.2. Per ora esso può essere inteso, in prima approssimazione, come l'insieme di leggi, accordi e regole di comportamento che definiscono l'organizzazione del sistema dei pagamenti internazionali. E' quasi superfluo sottolineare che l'organizzazione di un sistema dei pagamenti internazionale è condizione necessaria affinché i processi della globalizzazione si determinino e si sviluppino, così come l'istituzione di un efficiente sistema monetario internazionale è condizione necessaria affinché le trasformazioni indotte dalla globalizzazione non pregiudichino la stabilità dell'economia mondiale e delle nazioni in essa coinvolte.

aggrava l'effetto negativo sull'equilibrio interno. Questa semplice indicazione spiega perché nel corso dei 130 anni durante i quali sono stati posti in essere vari sistemi monetari internazionali a sostegno dei processi di globalizzazione che hanno di volta in volta operato nell'economia mondiale sistemi a cambi fissi, sistemi a cambi flessibili e sistemi misti si sono succeduti senza che alcuno di essi prevalesse in assoluto sugli altri.² La lunga storia della loro evoluzione è sintetizzata nel paragrafo 8.2, che si conclude evidenziando i problemi che il sistema monetario attualmente in opera fatica a gestire. Il paragrafo 8.3 è dedicato all'esame degli squilibri che hanno condotto il mondo globalizzato a fronteggiare la più dura crisi economica degli ultimi 70 anni (di fatto la prima crisi finanziaria veramente "globale" della storia) e sono illustrate le politiche economiche adottate nei quattro anni ormai trascorsi dall'inizio del suo inizio. Viene sottolineato, da un lato, come il deciso intervento dei *policy maker* abbia per ora impedito che la recessione assumesse le dimensioni raggiunte all'epoca della grande depressione che sconvolse il mondo a partire dal 1929a ma anche, dall'altro lato, come gli interventi pubblici abbiano dato luogo ad un netto peggioramento delle finanze pubbliche di molti paesi e come questa situazione costituisca oggi una vera e propria spada di Damocle che sottopone a seri rischi la ripresa dell'economia mondiale e come il salvataggio di un sistema finanziario mondiale al quale, in ossequio ai principi della globalizzazione finanziaria neoliberista, non sono stati imposti né vincoli né regole offra un terreno quanto mai fertile ad una ripresa della speculazione finanziaria mondiale che, se non adeguatamente contrastata, potrebbe far ripiombare il mondo sull'orlo della caduta che fu evitata a così duro prezzo non più tardi di tre anni fa. Una particolare attenzione viene dedicata all'esame della situazione dell'Unione Europea, dove è stato avviato un esperimento di integrazione monetaria improntato alla *vulgata* neoliberista, che, in assenza di una *governance* che vada oltre l'aspetto monetario, è oggi messo a dura prova dallo shock reale della crisi in corso. A conclusione del paragrafo 8.3 sono presentate le proposte che sono state messe in campo da economisti e politici negli ultimi anni per addivenire alla costituzione di un sistema monetario internazionale ("un'architettura finanziaria mondiale", per rifarsi a un'espressione efficace e di successo) che risolva, o almeno tenga sotto controllo, i problemi ad oggi irrisolti e che possa costituire il quadro di riferimento e di gestione multilaterale dei processi di globalizzazione in corso.

8.1 Tipi di shock e regimi di cambio

Si è già visto, nel sesto capitolo, come la gestione dei pagamenti con l'estero possa essere attuata adottando un sistema di cambi fissi oppure applicando un regime di cambi

² Per di più, solo in casi eccezionali gli shock prevalenti in una specifica fase storica hanno avuto un'origine totalmente reale o totalmente monetaria. Nei pochi casi nei quali la natura degli shock è stata univoca e si è trovata a fronteggiare sistemi monetari diversi da quelli previsti dalla semplice regola di Mundell e Fleming si sono verificati bruschi cambiamenti di regime. Nella normalità dei casi, al contrario, shock monetari e shock reali hanno convissuto e hanno spinto i *policy maker* nazionali a ricercare aggiustamenti pragmatici per far fronte alle situazioni concrete con le quali i singoli paesi e l'economia mondiale nel suo complesso hanno dovuto confrontarsi.

flessibili e sono state esaminate le indicazioni che la teoria macroeconomica fornisce per la gestione delle politiche di stabilizzazione della domanda nei due regimi di cambio. E' anche possibile che i *policy maker* nazionali decidano di adottare comportamenti che combinano caratteristiche dell'uno e dell'altro regime; anzi, come si vedrà nel prossimo paragrafo, nella realtà sono stati proprio questi comportamenti intermedi quelli che sono stati adottati più spesso nell'esperienza storica. E' utile, tuttavia, esaminare, a premessa dell'*excursus* storico sull'evoluzione del sistema monetario internazionale che sarà svolto in tale paragrafo, come i due casi estremi reagiscono al prodursi di disturbi (*shock*) che incidono sull'equilibrio esterno di uno o più paesi partecipanti al sistema. Quest'analisi servirà da premessa allo studio dei meccanismi di riaggiustamento previsti dai sistemi monetari internazionali concreti che si sono succeduti nel tempo.

Come si è già anticipato, gli "shock" possono trarre origine tanto dal settore reale quanto dal settore finanziario/monetario dell'economia.

Come esempio di shock reale esaminiamo la perdita di competitività dell'apparato produttivo di un paese nei confronti dei concorrenti esteri. Più in particolare, ipotizziamo che un segmento produttivo nazionale perda terreno rispetto alla concorrenza internazionale. In questo caso si verificherà un peggioramento del *conto corrente* (si riducono le esportazioni e/o aumentano le importazioni) che potrebbe sfociare in un disavanzo della bilancia dei pagamenti. In condizioni di cambi fissi ciò comporterà una riduzione della base monetaria e dell'offerta di moneta nazionale il cui primo impatto sull'equilibrio interno sarà comunque di segno deflativo, in quanto la riduzione dell'offerta di moneta spingerà verso l'alto il tasso di interesse con conseguente riduzione degli investimenti e del reddito. Successivamente, la riduzione dell'offerta di moneta dovrebbe spingere i prezzi nazionali verso il basso. Entrambi gli effetti operano in modo che lo squilibrio esterno tenderà ad essere riassorbito: da un lato la caduta del reddito ridurrà le importazioni, dall'altro la caduta dei prezzi permetterà alle imprese nazionali di recuperare spazi competitivi rispetto ai concorrenti esteri; tuttavia, soltanto nel caso in cui si verifichi un'immediata, e storicamente quasi mai verificatasi, flessibilità all'ingù di salari e prezzi si potrà evitare che si determinino tendenze deflative, che comportano riduzione del reddito e perdita dell'equilibrio interno.

I cambi flessibili offrono, invece, una soluzione molto più immediata ed efficace. In cambi flessibili la caduta delle esportazioni si riflette sul tasso di cambio spingendolo al deprezzamento. Il deprezzamento della moneta migliora la situazione competitiva dell'apparato produttivo nazionale, rilanciando le esportazioni e riducendo le importazioni. L'equilibrio esterno sarà così riconquistato senza alcun deterioramento della situazione interna. Si perviene così alla conclusione che i cambi flessibili sono molto più efficaci dei cambi fissi nella gestione di uno squilibrio che tragga origine da uno shock reale.

I cambi fissi proteggono, al contrario, meglio dei cambi flessibili da disturbi monetari, anche di origine interna. Si ipotizzi, ad esempio, che si verifichi un aumento esogeno della domanda di moneta interna. L'aumento della domanda di moneta spingerà i tassi di interesse nazionali verso l'alto, attirando capitale dall'estero. L'afflusso di capitali dall'estero provocherà, in cambi fissi, un saldo del conto finanziario positivo che, a parità di altre condizioni, farà crescere la quantità di base monetaria e l'offerta di mo-

neta in circolazione nel paese, controbilanciando l'aumento iniziale della domanda di moneta e impedendo che tale aumento produca effetti negativi sull'economia nazionale.³ I cambi fissi evitano anche che disturbi monetari di origine esterna producano effetti deflativi. A dimostrazione di ciò si ipotizzi, ad esempio, che nel resto del mondo siano in atto tendenze all'aumento dell'offerta di moneta. Ciò provocherà la riduzione dei tassi di interesse esteri e l'entrata di capitali finanziari nel paese che non ha aumentato l'offerta di moneta e il cui tasso di interesse è rimasto invariato. Nella misura in cui la banca centrale riesce a sterilizzare l'aumento di moneta causato dalle entrate di capitale finanziario con operazioni di mercato aperto (acquisto di titoli sul mercato finanziario nazionale di dimensioni uguali all'aumento di base monetaria corrispondente alle entrate di capitale) non si avranno effetti né sulla circolazione monetaria interna né sull'economia reale.

In cambi flessibili, invece, l'insorgere di un disturbo monetario (consistente, come si è ipotizzato sopra nel caso dei cambi fissi, nell'aumento dei tassi di interesse nazionali o nella diminuzione dei tassi di interesse esteri) peggiora sicuramente la situazione economica interna, in quanto l'afflusso di capitale dall'estero farà apprezzare il tasso di cambio, riducendo la competitività internazionale delle imprese nazionali e, quindi, peggiorando il saldo del *conto corrente* e aggravando la situazione deflativa avviata dall'aumento del tasso di interesse.

Da questo breve richiamo al funzionamento dei sistemi dei cambi fissi e dei cambi flessibili è possibile trarre la conclusione che nessuno dei due regimi di cambio è superiore all'altro in qualsiasi circostanza. I cambi fissi sono da preferirsi in presenza di shock di origine monetaria, mentre i cambi flessibili correggono con maggiore efficacia e tempestività gli shock di origine reale. Questo spiega come mai nel corso dell'evoluzione storica dei sistemi monetari internazionali cambi fissi e cambi flessibili si siano alternati, per controbilanciare la prevalenza dell'uno o dell'altro tipo di shock, nel corso dei 130 anni di vita della globalizzazione. In questo lungo periodo situazioni storiche caratterizzate da soli shock monetari o da soli shock reali sono state rare e, di solito, di breve durata. Nei pochi casi in cui si sono verificate, esse hanno provocato, come vedremo in dettaglio nel prossimo paragrafo, modifiche radicali del sistema monetario internazionale. Normalmente, però, i due tipi di shock hanno operato congiuntamente o in rapida successione; questo spiega le difficoltà incontrate dai vari sistemi monetari che si sono succeduti nel tempo e i numerosi piccoli cambiamenti che si sono resi necessari per evitare il collasso, o quanto meno il deterioramento, del sistema dei pagamenti internazionali.

³ L'aumento del tasso di interesse potrebbe in effetti portare alla riduzione degli investimenti e dei consumi finanziati prendendo a prestito e, come conseguenza di ciò, del reddito.

8.2 I sistemi monetari internazionali dal 1879 al 2007

8.2.1 Ordine monetario e sistemi monetari internazionali

L'espansione senza precedenti degli scambi internazionali che ebbe luogo a partire dalla seconda metà del XIX secolo rese necessaria la costituzione di un ordine monetario internazionale. Con questa espressione si intende “il quadro di leggi, convenzioni e regolamenti che stabilisce l'organizzazione del sistema dei pagamenti internazionali, nonché la comprensione delle regole” che guida i comportamenti, le abitudini e le aspettative dei partecipanti al sistema (Mundell, 1972, pag. 92). Il sostantivo “sistema” indica che ci si riferisce a “entità separate”, nel nostro caso comunità nazionali, “collegate dall'effettuazione abituale di interscambi”, le quali esercitano su tali scambi una qualche forma di controllo in uno spirito cooperativo. “Possiamo quindi ritenere che il sistema monetario sia il *modus operandi* dell'ordine monetario” (Ibidem). Questo comporta che in alcune occasioni, pur rimanendo l'ordine monetario invariato, il sistema monetario può evolversi in direzioni nuove e diverse, modificandone semplicemente le modalità operative (di solito indicate come le “regole del gioco”).

Un sistema monetario internazionale si costituisce a partire dai sistemi monetari nazionali, dai quali si è sino ad oggi sempre differenziato per l'assenza dell'istituzione, in essi fondamentale: una banca centrale dotata dei poteri di emettere moneta, di sovrintendere all'operare del sistema ed, eventualmente, di esercitare la funzione di “prestatore di ultima istanza” per evitare l'insorgere di crisi finanziarie. Benché l'evolversi delle relazioni economiche internazionali abbia dato luogo, dopo la seconda guerra mondiale, alla nascita e all'affermazione di istituzioni internazionali – il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Mondiale e l'Organizzazione Mondiale del Commercio - delle quali ci occuperemo più avanti, le condizioni politiche mondiali non hanno mai permesso che si arrivasse alla costituzione di un'istituzione in grado di governare il sistema monetario internazionale allo stesso modo in cui le banche centrali governano i sistemi monetari nazionali. La storia del sistema monetario internazionale consiste nella successione delle differenti “regole del gioco” (espressione coniata da John Maynard Keynes, 1925) che sono state via via definite per regolamentare i rapporti tra i molteplici sistemi monetari nazionali di volta in volta operanti. Al fine di svolgere tale funzione, un sistema monetario deve essere in grado di soddisfare tre esigenze: (1) l'esigenza della **liquidità**; (2) l'esigenza dell'**aggiustamento** e (3) l'esigenza della **credibilità**.

- (1) Un sistema monetario internazionale deve, innanzi tutto, fornire ai partecipanti al sistema la liquidità necessaria all'effettuazione delle transazioni che essi intendono attuare; deve, quindi, mettere a loro disposizione una (o più) attività finanziaria/e che assolvano (assolvano) le tre funzioni canoniche della moneta: mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore. Storicamente la funzione di moneta internazionale è stata svolta per quasi un secolo dall'oro: in una

prima fase⁴ da solo⁵ (il sistema monetario operante in quegli anni fu definito *gold standard*, “tallone aureo”). Successivamente l’oro fu affiancato dal dollaro statunitense, le cui autorità monetarie si impegnavano ad acquistare dollari dai non residenti ad un prezzo prefissato (35 dollari per un’oncia d’oro). Questo sistema monetario fu definito *gold exchange standard* ed è comunemente conosciuto come “sistema di Bretton Woods”, dal nome della località nella quale nel 1944 vennero firmati gli accordi e definite le istituzioni delegate a renderlo operativo. Dopo la caduta del sistema di Bretton Woods (agosto 1971) la funzione di moneta internazionale è stata svolta dalle monete che sono state effettivamente impiegate negli scambi internazionali senza alcuna definizione preventiva di quali monete fossero di volta in volta abilitate a svolgere la funzione di moneta internazionale. Poiché, tuttavia, la funzione di valuta internazionale è stata svolta in questo periodo quasi esclusivamente dal dollaro, ci si potrebbe arrischiare a definire il sistema che ha operato da allora come *dollar standard*.

- (2) Il sistema monetario internazionale dovrebbe “interferire il meno possibile con le politiche economiche nazionali dei paesi partecipanti” (British Government Publications, 1943), lasciando ad ognuno di essi i margini d’intervento all’occorrenza necessari per correggere eventuali squilibri internazionali nei quali dovessero incorrere senza obbligarli a rinunciare all’equilibrio interno⁶ e agli obiettivi di politica economica perseguiti. L’insorgere di un eventuale conflitto tra la partecipazione al sistema degli scambi internazionali e gli obiettivi di politica economica interni potrebbe, infatti, spingere i *policy maker* dei paesi che si trovassero di fronte a questa alternativa ad abbandonare, o almeno a ridimensionare, la loro presenza e il loro impegno negli scambi internazionali, situazione che darebbe luogo a una riduzione dell’efficienza e del benessere, non solo del paese nel quale tale iniziativa fosse presa ma dell’economia internazionale nel suo complesso.
- (3) Tutti gli operatori che agiscono nei mercati internazionali debbono mantenere piena fiducia nel buon funzionamento del sistema monetario internazionale. In particolare, non deve mai diffondersi tra di essi il dubbio che le attività finanziarie impiegate come moneta internazionale (“valute”⁷) non siano in grado di mantenere il loro valore nel tempo; qualora ciò accadesse, tali valute verrebbero a perdere irrimediabilmente e irreparabilmente tale ruolo. La moneta internazionale, così come le monete nazionali, è detenuta per tre motivi: il “motivo delle transazioni” (per essere impiegata nell’acquisto di beni e di servizi); il

⁴ Che, a sua volta, può essere divisa in due sottofasi: nella prima, che va dal 1879 allo scoppio della prima guerra mondiale, il sistema operò con molto successo; nella seconda, che copre il periodo tra le due guerre mondiali, il sistema si impantanò in una crisi irreversibile. Più avanti in questo paragrafo esamineremo l’evoluzione storica di questo sistema, definito *gold standard*, così come quella degli altri sistemi monetari internazionali che gli hanno fatto seguito.

⁵ Va tenuto conto che, almeno nella prima parte di questo periodo, l’oro costituiva anche la base di riferimento dei sistemi monetari nazionali.

⁶ Le nozioni di equilibrio interno e di equilibrio esterno sono state definite nel capitolo 5.

⁷ Come è già stato detto nel capitolo 5, si utilizza il termine “valuta” per indicare la moneta usata negli scambi internazionali, distinguendola così dalle monete impiegate negli scambi nazionali.

“motivo speculativo” (come alternativa all’acquisto immediato di attività finanziarie diverse dalla moneta, i cui rendimenti non siano ritenuti sufficienti a coprire il rischio della loro detenzione) e il “motivo precauzionale”. Quest’ultimo motivo è spesso trascurato nella trattazione dei sistemi monetari nazionali (nei quali si detiene moneta a scopo precauzionale a fronte della possibilità che si abbia bisogno di disporre di potere d’acquisto per eventi non prevedibili). Come è stato già rilevato nel capitolo 5, esso assume, invece, un’importanza rilevante quando i detentori di ricchezza hanno la possibilità di impiegarla in attività finanziarie denominate in valuta estera in quanto in tal caso insorge per essi il rischio che il valore delle loro attività finanziarie possa essere ridotto dalla caduta del tasso di cambio delle valute possedute. I detentori di ricchezza denominata in valuta internazionale sono, di conseguenza, molto attenti a tale rischio e, qualora temano che il prezzo delle valute da loro detenute possa cadere, tendono a disfarsene immediatamente, per non subire la perdita di valore paventata. Se ciò accade, la “fuga” dalla moneta ne aggrava ulteriormente la caduta, mettendo a repentaglio la possibilità che essa continui ad essere impiegata come valuta negli scambi internazionali.

I problemi esaminati dalla teoria economica che si occupa del funzionamento dei sistemi monetari internazionali sono, in definitiva, riconducibili a due: modalità di funzionamento del sistema nel suo complesso e possibilità per ognuno dei paesi partecipanti di contemperare equilibrio esterno ed equilibrio interno. In questo capitolo esamineremo dapprima le modalità di funzionamento dei sistemi monetari internazionali che si sono succeduti nel tempo. Successivamente, saranno indicate le condizioni nelle quali si va sviluppando il processo di globalizzazione finanziaria che da alcuni decenni caratterizza l’economia mondiale e i problemi ad oggi irrisolti che spingono verso la riforma dell’attuale sistema monetario internazionale.

8.2.2 Una nota introduttiva alla panoramica dei sistemi monetari internazionali che hanno operato dal 1879 ad oggi

L’analisi svolta sin qui suggerisce che, a differenza di altri aspetti dell’analisi economica, “l’evoluzione del sistema monetario internazionale può essere pienamente compresa soltanto se viene esaminata in una prospettiva storica” (Mc Kinnon, 1996, pag. 7), ed è quanto cercheremo di fare in questo capitolo, impiegando i concetti teorici dell’economia internazionale sin qui elaborati.

Non è compito di questa riflessione definire con precisione quando ebbe inizio il processo storico di formazione di un sistema economico mondiale. Ma sicuramente questo processo ebbe una rilevante accelerazione nel XIX secolo, dapprima con l’adesione della Gran Bretagna, che era all’epoca l’economia più ricca e produttiva del mondo, al libero scambio nel 1846 (anno in cui fu abrogata la legge sul grano e furono aboliti molti dazi commerciali) e successivamente nel 1879, quando un sistema monetario internazionale che faceva dell’oro il perno tanto della circolazione monetaria interna dei paesi che ne facevano parte quanto della circolazione monetaria internazio-

le cominciò ad operare, in quanto tutti i maggiori paesi lo adottarono.⁸ E' dalla nascita di tale sistema monetario che prenderemo le mosse, considerandolo come la prima pietra del processo di costituzione di una *governance* dell'economia mondiale, che è, in questa sede, l'aspetto che ci interessa maggiormente sottolineare del processo di globalizzazione.

In questo lungo arco di tempo differenti sistemi monetari si sono succeduti. In questo paragrafo ci concentreremo sull'evoluzione delle regole e delle istituzioni internazionali che hanno sovrinteso al funzionamento del sistema monetario internazionale non tanto per approfondire l'analisi storica dei 130 anni che vanno dal 1879 ad oggi⁹ ma, più semplicemente, allo scopo di schematizzare i sistemi e le regole del gioco che si sono succeduti, valutando gli obiettivi che ognuno di essi si proponeva di raggiungere e le condizioni che ne hanno determinato l'iniziale successo¹⁰ e, in alcuni casi, la successiva caduta.

8.2.3 Il sistema monetario del gold standard (“tallone aureo”)

A) Modalità operative

Il sistema monetario internazionale messo in piedi a partire dal 1879, e che funzionò egregiamente sino all'inizio della prima guerra mondiale (1914) per poi attraversare una gravissima crisi nel ventennio intercorrente tra la prima e la seconda guerra mondiale, era totalmente basato sull'oro. L'oro costituiva nei paesi aderenti al sistema tanto la base monetaria della circolazione interna quanto la riserva ufficiale utilizzata per saldare eventuali disavanzi dei conti con l'estero. Le “regole del gioco” del sistema consistevano nel legame tra le funzioni svolte dall'oro rispetto alla circolazione monetaria interna e gli obblighi che ogni paese partecipante al sistema assumeva rispetto alla gestione dei rapporti monetari con l'estero.

I paesi alle prese con disavanzi della bilancia dei pagamenti si impegnavano a coprire i loro disavanzi inviando nei paesi creditori un ammontare d'oro pari al debito accumulato. Essendo l'oro ad un tempo base monetaria della circolazione interna e riserva ufficiale per i pagamenti internazionali, l'invio d'oro all'estero riduceva la base monetaria e, di conseguenza, la circolazione monetaria interna. La riduzione della circolazione monetaria provocava all'interno dell'economia una situazione deflativa che si riteneva avrebbe spinto prezzi e salari verso il basso (secondo le linee delineate dalla “teoria quantitativa della moneta”¹¹). La caduta dei prezzi avrebbe ridotto competitività

⁸ Il Regno Unito di Gran Bretagna lo utilizzava già dal 1818. La Francia, la Germania e i principali paesi europei lo adottarono in quel decennio e gli Stati Uniti, che se ne erano discostati durante la guerra civile, lo ripristinarono.

⁹ Operazione che è stata svolta in maniera egregia in molte pubblicazioni (tra le altre, si veda Eichengreen, 1996b) e che non rielaboreremo in questa sede.

¹⁰ Del quale non staremo a riportare, rinviando alle pubblicazioni storiche esistenti, le dimensioni in termini di crescita del PIL e del commercio mondiale.

¹¹ La teoria quantitativa della moneta prende le mosse dalla considerazione che il valore degli acquisti totali effettuati in un periodo di tempo nell'intera economia è uguale al valore totale

alle imprese nazionali le cui esportazioni avrebbero ripreso a crescere, così come le vendite sul mercato nazionale di beni nazionali in sostituzione di beni precedentemente importati ed ora divenuti relativamente più cari rispetto ad essi, e l'equilibrio esterno sarebbe stato ripristinato.¹² A condizione che prezzi e salari siano flessibili verso il basso, in modo che il salario reale garantisca il mantenimento della piena occupazione, e a condizione che la velocità di circolazione della moneta rimanga invariata, in modo che la domanda monetaria reale non si riduca al calare della circolazione monetaria, l'equilibrio interno, consistente nel mantenimento della piena occupazione e nell'assenza di inflazione, non è messo in pericolo dal processo di riaggiustamento ora descritto.

Il *gold standard* era un sistema a cambi fissi. Il cambio tra due monete era determinato dal rapporto tra le quantità d'oro con le quali ognuna di esse si scambiava. In presenza di squilibri esterni il sistema prevedeva processi di riaggiustamento tendenzialmente automatici e, soprattutto, *simmetrici* (nel senso che ogni paese era sottoposto agli stessi impegni e alle medesime "regole del gioco"). Fintanto che la convertibilità in oro era garantita, ogni moneta dei paesi partecipanti al sistema poteva essere utilizzata come strumento di liquidità internazionale e non sorgeva alcun problema di possibile sfiducia nei suoi confronti (essendone garantita la convertibilità in oro). Per contro, i paesi partecipanti al sistema non potevano utilizzare la politica monetaria per fini di equilibrio interno e dovevano affidarsi alla flessibilità verso il basso di salari e prezzi per raggiungere la piena occupazione e la stabilità dei prezzi. Fu il non verificarsi di

delle vendite. Indicando il valore totale degli acquisti come $M \cdot V$ (quantità di moneta in circolazione moltiplicata per la sua velocità di circolazione, pari al numero di volte in cui essa è spesa nel periodo) e il valore totale delle vendite come $P \cdot Q$ (prezzi di vendita moltiplicati per quantità vendute) se, come è ipotizzato dagli autori che si rifanno ad essa, V e Q rimangono invariati (il primo perché gli operatori comunque spendono la moneta di cui entrano in possesso, o direttamente o prestandola ad altri operatori che la prendono in prestito per spenderla; il secondo perché la flessibilità dei prezzi dei fattori produttivi garantisce comunque il raggiungimento del pieno impiego delle risorse produttive) viene a stabilirsi una relazione tra M e P tale che le due grandezze si muoveranno sempre e comunque nella medesima direzione e in misura proporzionalmente uguale.

Le due ipotesi alla base della teoria quantitativa della moneta furono successivamente sottoposte a una critica durissima, e sostanzialmente distruttiva, da parte di Keynes (1936), attraverso l'individuazione del motivo speculativo del detenere moneta e della possibilità che si verificino le situazioni che saranno successivamente definite di "trappola della liquidità" (in tali situazioni - che sono state richiamate nel sesto capitolo, paragrafo 6.2 - non tutta la moneta esistente nell'economia viene spesa, o perché le imprese non investono in misura sufficiente ad impiegare tutto il risparmio disponibile oppure perché i risparmiatori non acquistano titoli finanziari, temendo la caduta dei corsi) e che l'economia possa trovarsi in condizioni di equilibrio caratterizzato dal non pieno impiego delle risorse disponibili. Nei termini della teoria quantitativa della moneta il motivo speculativo e la trappola della liquidità rendono variabile V mentre la possibilità che si verificino equilibri di sotto occupazione rende variabile Q , cosicché l'uguaglianza tra MV e PT , che pure si verifica trattandosi di una identità contabile, risulta priva di ogni significato analitico.

¹² Di fatto il sistema funzionò senza aver bisogno di troppi spostamenti d'oro, attraverso l'adozione di politiche di aumento del tasso di interesse e di contenimento della domanda interna attuate dai paesi in disavanzo: le prime per attirare i fondi necessari a finanziare gli eventuali deficit indotti dalla perdita di competitività, le seconde per spingere prezzi e salari verso il basso. Anche senza rilevanti spostamenti d'oro l'aggiustamento avveniva comunque in modo analogo a quanto ipotizzato dalla teoria quantitativa della moneta.

questa condizione nel periodo tra le due guerre mondiali a determinare il crollo del sistema e a concorrere alla gravissima crisi economica degli anni trenta.

B) Crisi

Le premesse alla crisi del *gold standard* si svilupparono nei primi due decenni del XX secolo: in primo luogo, i sistemi monetari nazionali si stavano evolvendo da sistemi con monete convertibili in oro a sistemi basata sulla creazione di moneta fiduciaria da parte del sistema delle banche ordinarie. La creazione di moneta fiduciaria aveva luogo sulla base della disponibilità di moneta legale emessa dalle banche centrali, che in questo modo assumevano il controllo della circolazione monetaria, indirizzandola in molteplici casi a scopi interni piuttosto che all'osservanza delle regole del gioco del *gold standard*, e, soprattutto, senza più assicurare la convertibilità delle monete in oro. In secondo luogo, durante la prima guerra mondiale si svilupparono processi inflazionistici rilevanti, e, soprattutto, di dimensioni differenti, in tutti i paesi belligeranti. Al termine della guerra l'osservanza delle "regole del gioco" del *gold standard* avrebbe richiesto che prezzi e salari¹³ fossero ribassati fino a tornare ai livelli ante guerra, con conseguenze deflative per i paesi i cui prezzi erano aumentati più che nel resto del mondo durante la guerra¹⁴.

Le tendenze deflative¹⁵ si manifestarono pienamente quando, dopo alcuni anni di fluttuazione dei cambi, nel 1925, nel Regno Unito venne ripristinata la convertibilità della sterlina in oro allo stesso prezzo di prima della guerra, nonostante l'inflazione in-

¹³ Nella prospettiva della teoria quantitativa della moneta anche i salari si debbono ridurre, in quanto la sola riduzione dei prezzi comporterebbe una caduta dei profitti, con conseguenze potenzialmente negative per la sopravvivenza delle imprese e comunque deflative per gli investimenti da esse effettuati.

¹⁴ I motivi che producono effetti deflativi come conseguenza di una riduzione dei prezzi e dei salari sono già stati esaminati nel capitolo 6 trattando dei limiti che incontra la costruzione di una curva di domanda aggregata (AD) decrescente, nella quale la riduzione dei prezzi accrescerebbe la domanda di merci, nelle situazioni di recessione. Ci limitiamo quindi a richiamarle seguendo l'esposizione che ne diede Keynes (1936, cap. XIX): (a) la riduzione dei prezzi aggrava il peso reale dei debiti (la quantità di merci necessaria a ripagare un ammontare di debito definito in termini nominali aumenta) e può spingere gli operatori indebitati a ridurre le spese (Keynes, 1936, pag. 264, ma anche Fisher, 1933 e Kalecki, 1939); (b) molti investitori e molti consumatori possono rinviare al futuro quote di spesa, prevedendo che salari e prezzi continueranno a scendere (Keynes, 1936, pagg. 262-263); (c) se la propensione a spendere dei soggetti avvantaggiati dalla riduzione dei prezzi, tipicamente i possessori di ricchezza, è minore di quella dei soggetti svantaggiati dalla riduzione dei prezzi, imprenditori e salariati, la spesa totale (domanda aggregata) dell'economia si riduce (Keynes, 1936, pag. 262).

¹⁵ L'alternativa alla deflazione sarebbe stata la riduzione delle parità rispetto all'oro (deprezzamento) delle monete il cui valore era stato eroso dall'inflazione. Ciò avrebbe però svantaggiato i possessori di attività finanziarie denominate in tali monete. Tra l'alternativa di svantaggiare i possessori di titoli finanziari e quella di ridurre i salari e la domanda aggregata, mettendo in difficoltà anche gli imprenditori, la gran parte dei governi dell'epoca, e in particolare quello del Regno Unito, si preferirono la seconda possibilità.

Tendenze deflative importanti si stavano manifestando in quegli anni anche nei paesi che avevano perso la prima guerra mondiale e che erano stati costretti dal trattato di pace a pagare ingenti somme per la riparazione dei danni di guerra, in particolare nella Germania.

glese fosse stata, tra il 1914 e il 1925 nettamente più elevata di quella di molti altri paesi, in particolare di quella degli Stati Uniti. La situazione nella quale avvenne il ritorno all'oro dell'Inghilterra era quanto mai sfavorevole, anche perché si era nel frattempo creato un sostanziale squilibrio tra offerta e domanda di riserve ufficiali di oro. L'aumento dei prezzi aveva in effetti ridotto il valore reale delle riserve in mano alle banche centrali mentre l'incertezza che si andava diffondendo per vari motivi - alcuni economici (la ripresa post bellica non acquistava in Europa i ritmi e l'ampiezza sperati, il problema del pagamento delle riparazioni per i danni di guerra e l'iperinflazione che era scoppiata nel biennio 1922-23 rendevano la situazione tedesca quanto mai esplosiva) altri politici (il consolidarsi della rivoluzione sovietica e la nascita del fascismo prima e del nazismo successivamente mettevano in discussione l'ordine mondiale) - accresceva la domanda di moneta internazionale. Per di più, le riserve d'oro esistenti erano mal distribuite (la metà era di fatto in mano alla banca centrale degli Stati Uniti, un paese ancora relativamente autosufficiente e quindi scarsamente aperto agli scambi internazionali, la quale le aveva accumulate nella prima fase della guerra mondiale a pagamento delle merci vendute ai paesi europei in guerra tra di loro) e i paesi che potevano contare su avanzi commerciali, in particolare la Francia, chiedevano ai paesi che stavano accumulando debiti internazionali, il Regno Unito in primo luogo, di saldare i loro disavanzi in oro. Per alcuni anni i paesi che dovevano effettuare pagamenti all'estero (il Regno Unito, a causa della sopravvalutazione della sterlina e degli ingenti investimenti finanziari all'estero, e i paesi alle prese con il pagamento dei danni di guerra) li finanziarono accendendo prestiti negli Stati Uniti (anche se ciò non evitò che la disoccupazione crescesse in questi paesi in misura preoccupante). Il crollo della borsa di New York (Wall Street) dell'ottobre 1929 fu la (grossa) goccia che fece traboccare il vaso della crisi economica mondiale, anche a causa delle politiche monetarie e fiscali restrittive che furono attuate negli Stati Uniti negli anni seguenti. Le tendenze deflative esplosero nel 1930. Le imprese, nel disperato tentativo di vendere merci che non trovavano mercati di sbocco, diminuirono dovunque i prezzi¹⁶; per sostenerne la frenetica ricerca di mercati, le autorità monetarie svalutavano le monete - senza peraltro trarne grande vantaggio in quanto anche le nazioni concorrenti svalutavano per contrastare l'azione della prima o per ottenere gli stessi effetti - e dovunque venivano adottate misure protezionistiche a difesa dell'apparato produttivo nazionale.¹⁷

In definitiva, il sistema del *gold standard* crollò sotto la pressione di molti fattori che, sommandosi, ne limitarono le capacità sia di fornire liquidità internazionale sia di favorire, o almeno non impedire, il riaggiustamento dell'equilibrio esterno senza ab-

¹⁶ Negli Stati Uniti tra il 1929 e il 1933 prezzi e salari si ridussero di circa il 25% mentre la disoccupazione cresceva dal 3,2% al 24,9%. La riduzione dell'occupazione e dei salari produsse in pieno gli effetti recessivi indicati nella nota 14. Ad essi si aggiunsero gli effetti, anch'essi recessivi, prodotti dalla caduta dei corsi dei titoli conseguente alla crisi finanziaria iniziata nell'ottobre 1929 negli Stati Uniti. La somma di questi impulsi recessivi, sommandosi ulteriormente alla caduta degli scambi internazionali di cui si parlerà nella nota successiva, produsse la più pesante crisi economica della storia moderna.

¹⁷ Ad esempio, negli Stati Uniti i dazi medi sulle importazioni, che avevano toccato un livello medio intorno al 18% nel 1920, cominciarono ad aumentare già negli anni venti e furono incrementati pesantemente come risposta alla crisi raggiungendo rapidamente livelli di poco inferiori al 60% a fine 1930.

bandonare l'equilibrio interno sia di mantenere la credibilità del sistema monetario internazionale. Alla base del crollo vi fu un problema di liquidità internazionale: l'aumento dei prezzi che aveva avuto luogo nel corso della guerra rendeva l'ammontare d'oro insufficiente rispetto alla domanda di valuta internazionale, che stava crescendo in conseguenza dell'aumento dell'incertezza mondiale. La riduzione dei prezzi e dei salari che sarebbe stata necessaria nei paesi che avevano subito processi inflazionistici nel corso della prima guerra mondiale per ripristinare la situazione di partenza, non era possibile se non al prezzo di una deflazione che, quando tentata, distruggeva l'equilibrio interno dei paesi che la attuavano. Alla riduzione della liquidità mondiale si aggiunse, quindi, una *impasse* sul terreno dell'aggiustamento – derivante dall'impossibilità per molti paesi di raggiungere l'equilibrio esterno senza deteriorare gravemente l'equilibrio interno – che rese la situazione assolutamente ingestibile quando la crisi borsistica di Wall Street¹⁸ determinò nell'economia mondiale una caduta della domanda effettiva che, combinandosi con la deflazione del settore reale ne amplificò gli effetti, e, attraverso la caduta degli scambi internazionali, si propagò dagli Stati Uniti al resto del mondo. La capacità di spesa dei consumatori statunitensi, che era stata mantenuta alta dagli elevati livelli dei corsi dei titoli per tutta la seconda metà degli anni venti, crollò all'improvviso, facendo mancare agli altri paesi il sostegno della domanda americana e mettendo in difficoltà le bilance dei pagamenti di buona parte dei paesi europei. I *policy maker* di questi paesi reagirono a questa situazione annullando la convertibilità delle loro monete in oro, a partire dalla sospensione della convertibilità della sterlina in oro del 19 settembre 1931, e svalutando le proprie monete. Perfino gli Stati Uniti, nel disperato tentativo di rilanciare l'economia attraverso l'aumento delle esportazioni, arrivarono a svalutare il dollaro a partire dal 1930 nonostante avessero una bilancia dei pagamenti in largo avanzo. Tali svalutazioni, attuate al fine di rafforzare la posizione competitiva del proprio paese a scapito degli altri furono definite politiche di *beggary-neighbour* (“metti in difficoltà il tuo vicino”). Oltre a non essere affatto efficaci, in quanto erano attuate da tutti i maggiori paesi e, quindi, non producevano gli effetti sperati (nel 1936 i tassi di cambio erano tornati a livelli sostanzialmente analoghi a quelli del 1930) esse davano luogo a ritorsioni, consistenti nell'imposizione di dazi (tasse sui prodotti importati) che riducevano gli scambi internazionali, aggravando ulteriormente la recessione, che raggiunse così dimensioni veramente mondiali. Nel 1933 il commercio mondiale si era ormai ridotto a un terzo del livello toccato nel 1929,¹⁹ con conseguenze depressive che colpivano tutto il mondo. Gli anni trenta del secolo scorso si caratterizzarono, quindi, sul terreno delle relazioni monetarie internazionali, come un periodo di cambi flessibili e di elevata conflittualità internazionale, dapprima principalmente economica, poi apertamente bellica.

Le svalutazioni continue delle monete avevano anche l'effetto, altrettanto esiziale per il funzionamento del *gold standard*, di minare la fiducia degli operatori che cercavano attività finanziarie al riparo dal rischio che il loro valore capitale si riducesse, condizione che non era affatto garantita da monete che venivano svalutate in continua-

¹⁸ L'indice Dow Jones si dimezzò tra il 1929 e il 1930, riducendo drasticamente il valore della ricchezza privata e costringendo i possessori di ricchezza a restringere le spese programmate.

¹⁹ Dai 5,3 miliardi di dollari del 1929 si passò agli 1,8 del 1933.

zione, riducendo il quantitativo d'oro ad esse corrispondenti. In queste condizioni, anche gli scambi finanziari si ridussero drasticamente, in quanto i tassi di cambio finivano per essere determinati in primo luogo dalle aspettative di svalutazione dell'una e dell'altra moneta, destabilizzando definitivamente i mercati dei cambi.²⁰

8.2.4 Il sistema monetario di Bretton Woods: da gold exchange standard a dollar standard?

A) Origine e modalità operative

Nel 1936 Stati Uniti, Regno Unito e Francia raggiunsero un accordo (al quale aderirono subito dopo Belgio, Olanda e Svizzera) con il quale si ripromettevano di porre fine alle politiche di *beggar-thy-neighbour*, iniziando a concordare l'evoluzione successiva dei tassi di cambio ed istituendo modalità di pagamento e concessioni di prestiti reciproci atte a facilitare il regolamento dei saldi di bilancia dei pagamenti tra i loro paesi. Nell'ambito di tale accordo gli Stati Uniti si impegnavano a mantenere fisso il tasso di cambio al livello di 35 dollari per oncia d'oro, garantendone la convertibilità ai non residenti. Questo impegno sarebbe stato mantenuto, almeno formalmente, per i successivi 35 anni.

L'accordo del 1936 fu per molti aspetti la premessa alla riorganizzazione del sistema internazionale dei cambi (cfr. Bordo e Schwartz, 2001) che fu definito nel corso di una conferenza che si tenne nella cittadina di Bretton Woods (New Haven, Stati Uniti) e che si concluse il 22 luglio 1944 con la firma da parte di 44 paesi di un trattato che, ancorché molto modificato e rimaneggiato nei sessanta anni successivi durante i quali altri 141 paesi vi hanno aderito,²¹ è ancora l'asse portante del sistema monetario internazionale. Va sottolineato che il trattato di Bretton Woods impiantò un sistema monetario internazionale codificato da un trattato internazionale piuttosto che, come era stato nell'epoca del *gold standard*, da una serie di consuetudini e di comportamenti pragmatici attuati dai responsabili delle politiche di cambio. Gli obiettivi che gli Stati firmatari si prefiggevano erano indicati dall'articolo 1 dell'accordo: "promuovere la cooperazione internazionale monetaria, facilitare la crescita del commercio internazionale, promuovere la stabilità dei tassi di cambio e favorire la creazione di un sistema dei pagamenti multilaterale".

Con il "sistema di Bretton Woods" veniva ricostituito un sistema monetario internazionale a cambi fissi (in realtà "quasi fissi", in quanto si richiedeva alle banche centrali

²⁰ Si è già visto nel paragrafo 5.3 che i mercati finanziari internazionali sono stabili, ed efficienti quando le aspettative degli operatori sono corrette e quando i detentori di ricchezza la investono in mercati che, a seguito di ciò, diventano sempre più ampi. Negli anni venti e trenta del secolo scorso le condizioni che si erano andate determinando erano esattamente opposte rispetto a quelle richieste perché l'efficienza e la stabilità dei mercati si verificassero. Di conseguenza, le attività speculative che vi si svolgevano finivano per essere di natura destabilizzante, come evidenziò, tra gli altri, una famosa ricerca coordinata da Ragnar Nurkse (1944) per l'Organizzazione delle Nazioni Unite.

²¹ Nel 2011 i paesi aderenti al trattato e membri delle due istituzioni con esso istituite (Fondo Monetario Internazionale e Banca Mondiale) sono 185.

di intervenire nel mercato, colmando gli eventuali eccessi di offerta della propria moneta, soltanto quando il tasso di cambio si allontanava dal tasso di riferimento in misura superiore all'1%) e, soprattutto, si cercava di evitare i problemi che avevano provocato il fallimento del *gold standard* negli anni trenta mediante tre innovazioni istituzionali, che avrebbero dovuto contrastare i fattori di dissoluzione che avevano provocato il crollo del sistema precedente: l'aggiunta del dollaro all'oro nella funzione di valuta internazionale, la predisposizione di modalità di riaggiustamento dell'equilibrio esterno più flessibili e maggiormente rispettose dell'esigenza di conseguire anche l'equilibrio interno rispetto a quelle previste dal *gold standard*, l'istituzione di tre istituzioni internazionali che garantissero la *governance* (o almeno la "regolamentazione") del sistema.

In primo luogo, all'oro veniva affiancato, come valuta internazionale, il dollaro, che diventava così l'unica moneta abilitata a svolgere contemporaneamente il ruolo di moneta nazionale e quello di valuta internazionale. A garanzia di questa funzione gli Stati Uniti si impegnavano a mantenere la convertibilità del dollaro in oro, al prezzo di 35 dollari l'oncia, per i non residenti. Affiancando il dollaro all'oro come valuta internazionale si ampliavano le dimensioni della liquidità internazionale (la cui riduzione era stata all'origine della caduta del *gold standard*) e se ne aumentava la manovrabilità. Il sistema diventava però "asimmetrico": la banca centrale degli Stati Uniti poteva saldare i disavanzi con l'estero in dollari, moneta sulla cui creazione essa aveva un totale controllo, ed era quindi in grado di utilizzare la politica monetaria sia per mantenere l'equilibrio esterno sia per adeguare la circolazione monetaria alle esigenze di gestione della domanda interna. Il resto del mondo doveva invece adeguare le politiche monetarie all'esigenza di tenere fisso il tasso di cambio; per questi paesi la politica monetaria non era utilizzabile per perseguire politiche di equilibrio interno, esattamente come accadeva nel *gold standard*. Sorgeva, quindi, per essi il problema di come perseguire l'obiettivo dell'equilibrio interno, soprattutto il conseguimento della piena occupazione che aveva costituito il tallone d'Achille del sistema capitalistico nei venti anni precedenti. La teoria di Keynes aveva tolto legittimità alla teoria quantitativa della moneta e alle politiche economiche incentrate sulla flessibilità verso il basso di salari e prezzi che ad essa si rifacevano. Il "sistema di Bretton Woods" recepì dalla rivoluzione keynesiana un atteggiamento benevolo nei confronti delle politiche fiscali espansive – che, con l'affermarsi della teoria keynesiana, erano diventate lo strumento al quale veniva demandato il sostegno della domanda aggregata, e con esso il raggiungimento dell'obiettivo della piena occupazione – e un atteggiamento negativo nei confronti dei movimenti di capitale internazionale, che si riteneva dovessero essere controllati e sottoposti a restrizioni quando entravano in conflitto con l'attuazione delle politiche di sostegno della domanda indirizzate al perseguimento dell'equilibrio interno. L'abbandono di questi principi – che ebbe luogo poco a poco sull'onda del successo della visione neo-liberista, secondo la quale tutti i mercati, *in primis* il mercato finanziario mondiale che è il battistrada della globalizzazione, sono sempre in grado di auto-regolamentarsi e pervenire all'equilibrio più efficiente senza bisogno di interventi e di controlli pubblici – portò successivamente, come vedremo, all'abbandono del sistema di Bretton Woods.

Si riteneva anche che l'equilibrio esterno dovesse essere perseguito attraverso la modifica dei tassi di cambio, a condizione che il paese che avesse voluto farlo si fosse trovato in una situazione di "squilibrio" e che la sua richiesta di modificare il tasso di

cambio fosse stata concordata con gli altri partecipanti al sistema; questa fu la seconda fonte di aggiustamento creata a Bretton Woods. La definizione di cosa fosse uno squilibrio (anzi, uno “squilibrio fondamentale”, come recitava la dizione del trattato) non era fornita dagli articoli concordati a Bretton Woods, né venne definita in seguito, per cui il concetto rimase di fatto vago, da definire sulla base degli accordi di volta in volta negoziati tra i paesi più influenti sulla base delle condizioni storico-politiche che si andavano man mano verificando. Inizialmente – dall’avvio del sistema a circa la metà degli anni sessanta, quando i saldi di bilancia dei pagamenti erano principalmente riconducibili al saldo commerciale - esso fu inteso come il verificarsi di situazioni di incompatibilità tra equilibrio interno ed equilibrio esterno: i paesi che non erano in grado di perseguire l’obiettivo della piena occupazione se non al prezzo di un permanente disavanzo delle partite commerciali (ed erano quindi sottoposti alla situazione che è stata definita, nel paragrafo 5.7, come “vincolo della bilancia dei pagamenti”) erano di fatto autorizzati a chiedere di poter svalutare la moneta per ridare competitività ai produttori nazionali, a condizione che non svalutassero unilateralmente, come era accaduto negli anni trenta, ma che si accordassero con gli altri paesi partecipanti al sistema.

Con l’accordo di Bretton Woods furono anche create tre istituzioni internazionali²² alle quali veniva affidato il compito di governare i rapporti internazionali e di facilitare l’espansione del sistema dei pagamenti internazionali e l’aggiustamento degli eventuali squilibri temporanei che fossero emersi dal suo funzionamento. La loro istituzione rappresentò il terzo elemento di governo e di riequilibrio del sistema economico e monetario internazionale. Essi erano: (1) il *Fondo Monetario Internazionale* (FMI, nella dizione inglese, IMF, *International Monetary Fund*) il cui compito era quello di promuovere il coordinamento delle politiche economiche attuate dai paesi partecipanti al sistema e di concedere prestiti di breve-medio periodo alle nazioni le cui bilance dei pagamenti si fossero trovate *temporaneamente* in condizioni di squilibrio per permettere loro di superare la fase critica senza essere costretti a svalutare (la svalutazione essendo permessa, come si è detto, soltanto in presenza di squilibri “fondamentali”, destinati, se non corretti, a permanere nel lungo periodo). Nell’opinione di Keynes (British Government Publications) il FMI avrebbe dovuto svolgere nell’ambito del sistema monetario mondiale le stesse funzioni che una banca centrale nazionale attua nell’ambito del sistema monetario nazionale: “creare” la quantità di valuta adeguata a sostenere le transazioni internazionali; vigilare sul sistema degli intermediari e dei mercati finanziari; attuare, attraverso il controllo del tasso di interesse, le politiche di sostegno della domanda necessarie al mantenimento della piena occupazione in tutti i paesi partecipanti al sistema e garantire, svolgendo la funzione di “prestatore di ultima istanza”, la sopravvivenza del sistema monetario nel caso in cui eventuali crisi finanziarie avessero rischiato di paralizzarne l’operatività. L’accordo raggiunto a Bretton Woods limitò, invece, la funzione bancaria del FMI all’attività di prestito, utile per risolvere situazioni di squilibrio dei pagamenti internazionali di carattere temporaneo ma insufficiente sia a garantire il sostegno strutturale della domanda mondiale sia a controllare il corretto

²² Che andavano ad aggiungersi alla Banca dei Regolamenti Internazionali, che era stata istituita nel 1930 con il compito di regolamentare il pagamento delle riparazioni della prima guerra mondiale e che nel nuovo sistema assunse il compito di coordinare le risposte dei paesi membri a fronte delle crisi valutarie.

funzionamento del mercato finanziario mondiale in presenza di crisi finanziarie di dimensioni mondiali.²³ (2) La *Banca Mondiale* (che è in realtà costituita da un insieme di istituzioni creditizie internazionali) destinata a fornire prestiti a lungo termine, dapprima ai paesi europei che dovevano ricostruire le loro economie, pesantemente colpite dalla guerra, e, successivamente, ai paesi in via di sviluppo che cercavano di mettere in atto programmi di crescita. (3) L'*Accordo generale sulle tariffe e sul commercio* ("General Agreement on Tariff and Trade", GATT; sostituito, a partire dall'1/1/1995, dall'OMC, *Organizzazione Mondiale del Commercio*, o, rifacendosi all'acronimo anglosassone, *World Trade Organization, WTO*) il cui compito istituzionale consisteva nell'organizzare la liberalizzazione degli scambi attraverso la predisposizione di "fasi" (*round*) negoziali tra tutti i paesi membri²⁴ tesi a ridurre i limiti al commercio internazionale e, attraverso l'applicazione della clausola del "paese più privilegiato", ad estendere a tutti i paesi membri gli eventuali accordi di riduzione delle tariffe e di eliminazione degli ostacoli al commercio internazionale raggiunti tra singoli paesi. Nell'ambito di questo accordo sono stati via via eliminati quasi tutti gli impedimenti al commercio internazionale,²⁵ favorendone così il grande sviluppo che ha caratterizzato gli ultimi sessanta anni.

La crescita del commercio internazionale e l'applicazione delle regole di gestione macroeconomica dell'economia improntate al sostegno della domanda teorizzate da John Maynard Keynes determinarono, tra il 1950 e il 1971, la più rilevante fase di sviluppo che l'economia mondiale abbia mai attraversato. I paesi aderenti all'OCSE ("Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico", spesso indicata con l'acronimo inglese OECD, *Organization for Economic Cooperation and Development*, o con l'equivalente francese, OCDE) crebbero in media a ritmi superiori al 4%

²³ Un'altra proposta di Keynes che non venne inserita nell'accordo di Bretton Woods è quella secondo la quale il riaggiustamento dovrebbe essere attuato sia dai paesi in avanzo sia da quelli in disavanzo. Nei fatti, non essendo stato previsto a Bretton Woods alcun obbligo, o per lo meno incentivo, affinché i paesi in avanzo si togliessero da tale situazione aumentando gli acquisti all'estero, mentre i paesi in disavanzo, avendo comunque l'obbligo di restituire il debito accumulato, sono costretti a farlo, come è stato spiegato nel capitolo 7, l'asimmetria che ne derivava impedì che il sistema di Bretton Woods raggiungesse "l'obiettivo di sostituire ad una pressione di contrazione della domanda svolta dagli scambi internazionali" (quando si lascia agire il vincolo dei conti con l'estero secondo i principi esposti nel capitolo 7) "una pressione espansiva" (come era negli auspici dell'economista inglese, che aveva concepito questo sistema come l'estensione su scala mondiale delle politiche di gestione della domanda effettiva delle quali egli aveva mostrato l'efficacia su scala nazionale).

²⁴ I paesi membri del WTO sono 155, inclusi la Cina, dal 2006, e la Russia, che è entrata a farne parte soltanto nel dicembre 2011.

²⁵ Si stima che, grazie all'opera del GATT prima e dell'OMC poi, le tariffe mondiali si siano ridotte in misura estremamente rilevante. Per fare solo alcuni esempi, le tariffe medie degli Stati Uniti sono scese dal 30% circa di metà anni quaranta al 4,3% nel 2004. Nel resto del mondo la riduzione è stata altrettanto rilevante. Limitandoci ai soli ultimi anni, le medie dei dazi sulle importazioni si sono più che dimezzate nei venti anni finali del secolo appena trascorso, passando dal 9,8% del 1980 al 4% del 1999 nei paesi industrializzati e dal 27,6% del 1980 al 13,1% del 1999 nei paesi in via di sviluppo. L'OMC svolge anche una fondamentale funzione di regolamentazione e risoluzione dei conflitti commerciali tra paesi.

all'anno.²⁶ La crescita dell'economia mondiale fu largamente sostenuta dalla crescita del commercio internazionale, al punto che con riguardo allo sviluppo dei paesi europei e del Giappone si parlò all'epoca di "crescita tirata dalle esportazioni", a sottolineare il ruolo decisivo che queste ultime ebbero come fattore propulsivo dello sviluppo.

B) Problemi e crisi

Il sistema di Bretton Woods presentava, tuttavia, una contraddizione di fondo che ne minava la credibilità. Essendo l'oro una risorsa naturale, l'aumento delle liquidità richiesto dalla grande crescita degli scambi internazionali di merci e, a partire dalla fine degli anni cinquanta, di attività finanziarie aveva luogo attraverso il formarsi di elevati disavanzi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Questi disavanzi erano saldati in dollari, che entravano a far parte delle riserve di liquidità internazionale dei paesi con bilance dei pagamenti in avanzo. In un sistema a cambi fissi simmetrico il dollaro avrebbe dovuto essere svalutato, ma ciò non era possibile nel sistema di Bretton Woods senza provocare crisi di fiducia nei confronti del dollaro, cioè della moneta che svolgeva il ruolo di valuta internazionale. Man mano che i disavanzi degli Stati Uniti si accumulavano, aumentava la quantità di dollari posseduti da non residenti e diminuiva la possibilità che gli Stati Uniti potessero assolvere all'impegno di convertirli in oro, che pure era l'impegno costitutivo del sistema. Nel 1959 il valore dei dollari posseduti da non residenti negli Stati Uniti, principalmente banche centrali del resto del mondo, superò il valore dell'oro posseduto dalla *Federal Reserve Bank* (banca centrale degli Stati Uniti). A questo punto l'impegno di convertire i dollari posseduti dagli operatori non residenti negli Stati Uniti in oro era divenuto tutt'al più virtuale: se fosse stata chiesta la conversione di tutti i dollari posseduti da non residenti, la *Federal Reserve Bank* non sarebbe stata in grado di attuarla. Il sistema di Bretton Woods da sistema di *gold exchange standard* (fondato sulla coesistenza e intercambiabilità tra oro e dollaro) diventava un sistema di *dollar standard* (sapendo che richiedere la conversione dei dollari in oro avrebbe messo in crisi il sistema, le altre banche centrali si astenevano dal farlo, e, quando qualcuno lo faceva, ciò era visto come un attacco al sistema) con la conseguenza che soltanto il dollaro svolgeva effettivamente il ruolo di valuta internazionale. Di fatto, pur rimanendo l'ordine monetario internazionale (le regole sottoscritte) invariato, si stava passando da un sistema monetario ad un altro, in quanto cambiavano le regole non scritte, quelle che erano alla base dei comportamenti che i *policy maker* si aspettavano dagli altri partecipanti al sistema.

Nel frattempo, in questo mercato venivano effettuate le transazioni finanziarie attraverso le quali le banche centrali gestivano le riserve di valuta internazionale ma venivano anche effettuati gli scambi di valuta e moneta necessari a saldare i debiti e i crediti che si determinavano a seguito degli scambi internazionali di merci e di titoli finanziari attuati da operatori privati. In questo mercato andava quindi aumentando sempre più il ruolo svolto dalle banche ordinarie. In particolare, anche banche non statunitensi cominciarono a svolgere operazioni di acquisizione di depositi denominati in dol-

²⁶ In una prospettiva storica va tenuto conto che i ritmi di crescita media dei medesimi paesi nel secolo precedente si erano fermati a livelli oscillanti tra l'1 e il 2% annuo.

lari sulla base dei quali fornivano credito agli operatori che chiedevano prestiti in dollari.²⁷ Attraverso queste operazioni veniva “creata” dalle banche ordinarie che le attuavano moneta fiduciaria internazionale attraverso un processo di moltiplicazione dei dollari analogo a quello che si svolge normalmente nei mercati bancari nazionali, ma al di fuori del controllo di una qualsiasi autorità monetaria, nazionale o internazionale.

Processi evolutivi simili a quello che stava attraversando in quegli anni il sistema monetario internazionale avevano avuto luogo nei sistemi monetari nazionali nei primi decenni del secolo ventesimo ed erano stati risolti dovunque attribuendo alla banca centrale il controllo del processo di creazione della moneta, cancellando l’impegno alla convertibilità della moneta nazionale in oro per i residenti²⁸ e passando definitivamente da sistemi monetari basati su “monete merci” (oro e, ancor prima, argento) a sistemi basati sulla “moneta fiduciaria” (biglietti e depositi in c/c). Perché, si chiedevano molti autori – in particolare Robert Triffin (1960 e 1968) che era stato il primo ad individuare con chiarezza il problema della perdita di credibilità del “sistema di Bretton Woods” causato dall’aumento dell’impiego del dollaro come valuta internazionale - il sistema monetario internazionale non avrebbe dovuto seguire un processo evolutivo analogo? Il motivo perché ciò non accadeva continuava ad essere il rifiuto di alcuni paesi aderenti al sistema, in primo luogo degli Stati Uniti, di prendere in considerazione l’ipotesi, presentata da Keynes alla conferenza di Bretton Woods ma all’epoca bocciata, di attribuire al FMI, o a una qualsiasi altra istituzione internazionale, il ruolo, e soprattutto le funzioni, di banca centrale del sistema monetario internazionale,²⁹ in quanto ciò avrebbe ridotto poteri e attribuzioni delle banche centrali nazionali³⁰ e avrebbe soprattutto eliminato, o almeno ridotto, il privilegio della banca centrale degli Stati Uniti di poter utilizzare la politica monetaria a sostegno della domanda interna.³¹

Questa contraddizione di fondo emerse chiaramente e portò all’abbandono del sistema di Bretton Woods quando, sul finire degli anni sessanta, le politiche di gestione della domanda dei principali paesi cominciarono a divergere e l’incapacità di coordi-

²⁷ Una pietra miliare di questo processo fu la nascita, nel mercato finanziario internazionale di Londra di un mercato in dollari che, a partire dal 1958, venne convenzionalmente definito “mercato degli eurodollari”, in quanto i maggiori depositi erano costituiti dai proventi della vendita di petrolio di alcuni paesi del Medio Oriente.

²⁸ Gli Stati Uniti furono l’ultima grande nazione a compiere questo passo, nel 1933.

²⁹ Soltanto nel 1968, quasi alla vigilia della caduta del sistema di Bretton Woods, si raggiunse un accordo che permetteva al FMI di emettere dei “diritti speciali di prelievo” (DSP), moneta fiduciaria che andava ad accrescere le riserve di valuta internazionale delle banche centrali; l’ammontare di DSP distribuito fu, però, talmente esiguo da risultare completamente inefficace ad impedire la crisi successiva e il conseguente abbandono del sistema.

³⁰ In particolare, avrebbe tolto al dollaro statunitense il ruolo di valuta internazionale e il diritto, che ne deriva, di poter saldare i propri debiti nei confronti del resto del mondo in moneta nazionale, senza dover sottostare al “vincolo dei conti con l’estero” come tutti gli altri paesi partecipanti al sistema. Questo privilegio fu all’epoca battezzato con il termine “signoraggio”, che richiamava il privilegio feudale di battere moneta.

³¹ In seguito, come vedremo, a questo privilegio si aggiunse quello di poter finanziare il debito pubblico nazionale attraverso la vendita all’estero di titoli del tesoro statunitensi che le banche centrali del resto del mondo utilizzavano come riserva di valuta internazionale. Questo secondo privilegio acquistò importanza decisiva nella fase storica successiva.

nare l'azione dei *policy maker* nazionali emerse chiaramente. Dopo venti anni di crescita economica ininterrotta tutti i principali paesi si trovavano in condizioni praticamente di pieno impiego.³² Cominciarono allora a manifestarsi tensioni inflazionistiche in alcuni di essi. Negli Stati Uniti, in particolare, era stata attuata per tutta la seconda metà degli anni sessanta una politica fiscale espansiva (la spesa pubblica era strutturalmente elevata a causa delle spese per la guerra in Vietnam e dei programmi sociali attuati sotto la presidenza di Lyndon Johnson) che avrebbe spinto il tasso d'interesse verso l'alto se non fosse stata accompagnata da una politica monetaria anch'essa di tenore espansivo. Sul finire del 1968 l'inflazione stava però prendendo piede (nel 1969 l'aumento dei prezzi al consumo negli Stati Uniti raggiunse il 5,4% medio annuo) e la *Federal Reserve Bank* decise di passare ad una politica monetaria restrittiva. Il tasso d'interesse prese a crescere ma l'effetto che ciò produsse non fu tanto il contenimento della domanda nominale di merci, come sarebbe stato in economia chiusa, ma piuttosto l'afflusso di capitali dall'estero: in poco più di un anno affluirono negli Stati Uniti 12,3 miliardi di dollari (4,5 miliardi dalla sola Repubblica Federale Tedesca) presi a prestito all'estero dalle imprese e dalle banche statunitensi per sfuggire agli effetti restrittivi della politica monetaria statunitense. Le uscite di capitale finanziario mandarono in disavanzo le bilance dei pagamenti di parecchi paesi europei, nei quali si ridusse, di conseguenza, la circolazione monetaria interna e aumentarono i tassi di interesse. L'aumento dei tassi di interesse andava a sommare il suo effetto a quello degli aumenti salariali che si stavano verificando in quegli anni in molti paesi europei, provocando riduzione dei profitti e degli investimenti e rallentamento della crescita economica. Intanto, negli Stati Uniti l'inflazione non si fermava (nel 1971 arrivò al 5,8%) in quanto l'afflusso di capitale finanziario dall'estero provocava avanzo della bilancia dei pagamenti e aumento della circolazione monetaria interna. Vedendo che gli effetti attesi dalla restrizione monetaria non si verificavano, la *Federal Reserve* all'inizio del 1970 tornò ad attuare una politica monetaria moderatamente espansiva, il tasso di interesse statunitense tornò a scendere e i debiti che erano stati contratti all'estero furono in larga misura restituiti, con un deflusso di 9 miliardi di dollari in un solo anno. L'afflusso di capitali finanziari dall'estero si riversò in un'Europa il cui tasso di crescita economica stava rallentando a seguito della riduzione degli investimenti, producendo più danni (soprattutto in termini di crescita dell'inflazione, che nel 1971 raggiunse il 5,2% in Germania, dove si prese a parlare di inflazione "importata") che benefici.

Nel frattempo, l'aumento dei prezzi negli Stati Uniti continuava ad essere nettamente superiore a quello di Germania e Giappone e la competitività internazionale dell'apparato produttivo statunitense andava deteriorandosi, provocando un continuo peggioramento della bilancia commerciale, che, all'inizio del 1971, cominciò a far segnare dei disavanzi, un evento che non si verificava dal 1935. In un sistema simmetrico la svalutazione del dollaro avrebbe, probabilmente, ripristinato l'equilibrio esterno ma, altrettanto probabilmente, avrebbe comportato una riallocazione della liquidità internazionale dal dollaro ad altre monete in quel momento più forti. Ripresero allora le uscite

³² Si pensi che nel 1969 il tasso di disoccupazione era pari ad appena lo 0,9% nella Repubblica Federale Tedesca, all'1% in Giappone, al 3,5% negli Stati Uniti e a valori compresi tra questi estremi nei paesi dell'allora Comunità Economica Europea (divenuta poi, con l'aggiunta di altri paesi, l'Unione Europea) e negli altri paesi sviluppati.

di capitale finanziario dagli Stati Uniti ad opera di speculatori che, ipotizzandone il deprezzamento, vendevano dollari ed acquistavano altre valute e oro. Abbiamo esaminato nei capitoli 6 e 7 le modalità operative dei mercati finanziari internazionali e i modi in cui un'elevata mobilità internazionale dei capitali finanziari condiziona le politiche nazionali di gestione della domanda interna; gli effetti lì descritti si verificarono anche in questo caso. In presenza di uscite di capitale finanziario la politica monetaria statunitense diventava inefficace come strumento di sostegno della domanda aggregata. Con la politica fiscale irrigidita dalle spese militari e dal pericolo che i capitali abbandonassero il paese, non rimaneva ai *policy makers* americani alcuno strumento di gestione della domanda interna; una situazione che essi non avevano alcuna intenzione di accettare. L'epilogo della storia fu che il 15 agosto 1971 il governo degli Stati Uniti cancellò l'obbligo di convertire dollari in oro ai non residenti a 35 dollari l'oncia e il sistema monetario internazionale mutò rotta.

8.2.5 Dalla fluttuazione "controllata" allo "Washington Consensus" neoliberalista

A) La fase di transizione

Un effetto paradossale delle vicende descritte nel paragrafo precedente fu che, nonostante tra il 1945 e il 1971 l'economia mondiale avesse attraversato, almeno limitatamente ai paesi ricchi e industrializzati, la fase di crescita più robusta della sua storia, anche, e forse principalmente, grazie all'applicazione delle regole di Bretton Woods, l'iniziale atteggiamento nei confronti di tali regole (benevolo verso le politiche di sostegno della domanda e negativo nei confronti dei movimenti di capitale finanziario internazionali) a poco a poco si rovesciò completamente: al termine del periodo che abbiamo esaminato nel paragrafo precedente i movimenti di capitale venivano ormai visti con favore e le politiche di sostegno della domanda con crescente sospetto. Questo mutato atteggiamento degli economisti e dei *policy maker* da essi influenzati ha condizionato non poco gli eventi successivi.

L'abbandono della convertibilità del dollaro in oro non portò alla cancellazione degli accordi di Bretton Woods. Dapprima furono avviate trattative per modificarli, mantenendo comunque in vita un sistema monetario internazionale a cambi fissi. Quando questa via si rivelò impraticabile, il regime dei cambi fu modificato, per adeguarlo alla situazione di cambi fluttuanti che si era venuta a creare, ma gli accordi di Bretton Woods non furono del tutto abbandonati; si elaborarono piuttosto una serie di modifiche che pragmaticamente codificavano le situazioni che si stavano evolvendo nei mercati. Non si passò quindi a un sistema di cambi totalmente flessibili, nel quale le banche centrali avrebbero dovuto lasciare al mercato il compito di fissare i tassi di cambio, ma ad un sistema nel quale i cambi erano lasciati fluttuare sul mercato ma le banche centrali ne controllavano l'evoluzione per evitare ricadute negative sull'equilibrio interno e il Fondo Monetario Internazionale (F.M.I.) sovrintendeva sul loro operato per evitare che potessero nascere e svilupparsi conflitti tra nazioni del tipo di quelli che avevano portato all'abbandono del *gold standard* negli anni trenta.

Il tentativo di ripristinare il sistema di Bretton Woods durò da agosto 1971 a marzo 1973. In questo periodo furono avviate trattative per fissare nuove parità e per aumentare i margini di flessibilità del sistema: il dollaro fu svalutato in due riprese, a fronte di altrettanti attacchi speculativi, portando il prezzo ufficiale dell'oncia d'oro da 35 a 42,22 dollari, ma la convertibilità del dollaro in oro non fu ripristinata; il sistema monetario internazionale manteneva così il carattere di *dollar standard* (con il dollaro a svolgere praticamente da solo la funzione di valuta internazionale) che di fatto aveva già assunto negli anni precedenti. Il marco tedesco e lo yen giapponese (le monete dei due paesi che presentavano saldi delle partite correnti sistematicamente attivi) furono rivalutati e i margini di oscillazione dei cambi, entro i quali le banche centrali non erano tenute ad intervenire, furono ampliati dal 2% (1% in più e 1% in meno rispetto al tasso di riferimento) al 4,5% (2,25% in più e 2,25% in meno).

Nel 1973, tuttavia, in presenza di un ulteriore attacco speculativo al dollaro e di un inusitato aumento del prezzo mondiale del petrolio, le monete furono lasciate libere di fluttuare. Nella situazione di incertezza e di difficoltà a ripristinare le regole del sistema, alle prese con condizioni speculative di breve periodo – che affondavano le loro radici nell'incoerenza che si era venuta sviluppando tra le soluzioni date dal sistema precedente ai tre fondamentali problemi delle fonti di creazione della liquidità internazionale, del riaggiustamento degli equilibri esterni ed interni e della (scarsa) fiducia che i mercati finanziari nutrivano (all'epoca) nei confronti della valuta guida del sistema, il dollaro – il rilevante aumento del prezzo del petrolio che ebbe luogo nel biennio 1973-'74 (uno shock reale di grandi dimensioni che colpiva tutti i paesi industriali ma in misura differente a seconda di quanto l'apparato produttivo di ognuno di essi dipendeva dalle importazioni di petrolio e che, permanendo le condizioni di cambi fissi, avrebbe imposto costi di aggiustamento inaccettabilmente elevati) convinse i *policy maker* ad abbandonare i cambi fissi. Nella riunione annuale del FMI, che si tenne a Giamaica nel 1976, fu modificato l'articolo 1 del trattato di Bretton Woods, permettendo la fluttuazione dei tassi di cambio e stabilendo le condizioni alle quali la fluttuazione poteva essere ritenuta accettabile senza configurare situazioni di *beggar-thy-neighbour*, che sarebbero state considerate scorrette e avrebbero esposto il paese che le avesse attuate a ritorsioni, non solo da parte dei paesi colpiti ma potenzialmente da parte di tutti i paesi partecipanti al sistema monetario internazionale. Il sistema monetario internazionale veniva così modificato, istituendo di fatto un sistema, più flessibile del precedente, e che potrebbe essere definito di fluttuazione "controllata",³³ ma non eliminando il coordinamento tra i paesi partecipanti al sistema, come era accaduto negli anni trenta, in quanto le istituzioni create a Bretton Woods continuavano ad operare, sia pure con modalità che venivano via via modificate per adeguarle ai cambiamenti in atto nell'economia mondiale.

³³ Nel duplice senso che il FMI continuava a monitorare l'evoluzione dei tassi di cambio, cercando di evitare conflitti economici internazionali, che avrebbero potuto avere effetti distruttivi sul sistema, mentre le banche centrali nazionali intervenivano sui mercati dei cambi per contrastare eventuali evoluzioni dei tassi che ritenevano potessero avere effetti negativi sulle economie nazionali.

B) La globalizzazione: una crescita squilibrata

L'aumento del prezzo del petrolio provocò inflazione da costi e stagnazione produttiva. Questa situazione, per la quale si inventò all'epoca la definizione di *stagflazione*, dette adito a critiche nei confronti delle tradizionali politiche keynesiane di gestione della domanda, che furono accusate di non essere in grado di gestirla. In realtà, come è stato indicato in precedenza, era l'aumento degli scambi internazionali che, unito all'ampliamento della sfera pubblica nella struttura produttiva delle economie sviluppate, riduceva il valore del moltiplicatore del reddito, producendo la conseguenza che le politiche fiscali non erano più in grado di sostenere la domanda aggregata nazionale senza provocare disavanzi nei conti con l'estero, che erano ulteriormente aggravati dalla speculazione finanziaria. I mercati finanziari internazionali, ritenendo di solito il deprezzamento della moneta nazionale la situazione ottimale per ripristinare l'equilibrio estero, spingevano i paesi che cercavano di sostenere la crescita nazionale attraverso politiche fiscali espansive verso crisi valutarie.³⁴ I pochi tentativi che furono fatti in quegli anni per coordinare le politiche economiche in direzione espansiva furono presto abbandonati, ufficialmente per paura dell'inflazione che avrebbero potuto provocare, in realtà in quanto molti paesi stavano iniziando a sostituire le "nuove" politiche dell'offerta alle "tradizionali" politiche della domanda, nel modo che è stato esaminato nel capitolo 6. In effetti, a partire dalla seconda metà degli anni settanta i paesi che cercavano di attuare politiche fiscali di stimolo della domanda furono inevitabilmente costretti dalla speculazione valutaria ad abbandonarle sull'onda di crisi valutarie che spingevano i *policy maker* a ripristinare l'equilibrio macroeconomico attraverso la svalutazione della moneta. Il fatto che l'avversione dei mercati nei confronti delle politiche espansive risparmiasse gli Stati Uniti d'America - la cui moneta rimaneva quella maggiormente utilizzata come valuta internazionale e godeva quindi del vantaggio di non essere sottoposta al vincolo dei conti con l'estero e della possibilità di finanziare i suoi disavanzi esteri attraverso prestiti sul mercato finanziario mondiale - e non fosse avvertita dai paesi che riuscivano a sostenere la crescita attraverso l'aumento delle esportazioni diversificava la posizione dei singoli paesi nei confronti dell'eventuale insorgenza di situazioni di carenza della domanda effettiva e toglieva vigore ad ogni tentativo di coordinare a livello internazionale le politiche economiche in direzione dell'espansione della domanda mondiale. Di conseguenza, le politiche macroeconomiche dal lato della domanda furono orientate in tutto il mondo all'obiettivo di controllare la quantità di moneta in funzione anti-inflazionistica e le politiche di sostegno della domanda vennero via via abbandonate a favore di politiche dell'offerta tese a contenere il costo del lavoro. Nei casi più favorevoli le politiche dell'offerta avevano l'obiettivo di perseguire la crescita della produttività attraverso politiche di sostegno all'innovazione, politiche di ampliamento e miglioramento delle infrastrutture e politiche di valorizzazione del capitale umano (aumento dell'istruzione e sviluppo della formazione professionale). Purtroppo, quando tali politiche non raggiungevano i risultati sperati o richiedevano tempi troppo lunghi per ottenerli, la riduzione dei costi di produzione veniva perseguita attraverso la compressione dei costi di produzione, in primo luogo i salari; in

³⁴ Le cui modalità di svolgimento sono state descritte nel capitolo 7.

quest'ultimo caso, però, la riduzione dei redditi dei lavoratori riduceva la domanda interna con il risultato di rafforzare la pressione sui *policy maker* ad affidarsi all'aumento delle esportazioni come unico strumento di sostegno della domanda aggregata.

Sul piano tecnologico i grandi progressi delle comunicazioni e dell'informatica fornivano enormi opportunità alle imprese di ridurre i costi di produzione localizzando le varie fasi produttive nei paesi che godevano di vantaggi comparati. In particolare, in un mondo in cui l'enorme sviluppo tecnologico dei due secoli precedenti aveva permesso ai lavoratori dei paesi più ricchi di conseguire livelli salariali via via più elevati mentre nella maggior parte del mondo le retribuzioni rimanevano ancorate a livelli quanto mai ridotti³⁵ e lo sviluppo delle tecnologie informatiche e della comunicazione facilitava l'organizzazione e il coordinamento delle attività produttive su scala multinazionale il vantaggio comparato più facilmente sfruttabile era lo spostamento delle fasi di produzione diretta di manufatti, sino ad allora svolte nei paesi che si erano arricchiti attraverso l'industrializzazione, verso i paesi a bassi salari. Questo processo si sviluppò in questo periodo su scala amplissima, producendo una serie di conseguenze estremamente rilevanti:

1) in primo luogo, la domanda di lavoratori addetti alle mansioni industriali che potevano essere facilmente delocalizzate dai paesi ad alti verso quelli a bassi salari si riduceva progressivamente con l'ampliarsi dei processi di delocalizzazione, spingendo verso il basso le retribuzioni di questo strato di lavoratori.³⁶ Allo stesso tempo, la riduzione dei costi di produzione determinava - in particolare nei settori produttivi nei quali le imprese di maggior successo riuscivano a trasformare i vantaggi competitivi in profitti monopolistici (o, riprendendo una efficace, e purtroppo caduta in disuso, denominazione di John Maynard Keynes, in quasi-rendite) - livelli di profitti agli imprenditori e di salari ai lavoratori a più alta professionalità di dimensioni consistenti, e in alcuni casi enormi. La conseguenza di questa tendenza è stata un cambiamento epocale nella distribuzione del reddito: la quota dei redditi da lavoro dipendente è diminuita dappertutto in misura estremamente rilevante a vantaggio della quota degli "altri redditi" - profitti e rendite, soprattutto finanziarie - (per fare soltanto un esempio, la quota dei redditi da lavoro dipendente sul PIL italiano si è

³⁵ Le differenze salariali nell'ultimo ventennio del secolo scorso erano, e sono tuttora, estremamente elevate: in paesi come la Cina e l'India le retribuzioni di un operaio sono pari a circa il 3-4% delle retribuzioni degli operai dei paesi ricchi (Stati Uniti, Giappone, Europa) e quelle degli operai dell'America Latina oscillano intorno al 10% di questi ultimi. Di conseguenza la distribuzione del reddito su scala mondiale era, ed è, caratterizzata da differenze estremamente rilevanti. Secondo un calcolo della Banca Mondiale all'inizio dell'attuale millennio il 20% più ricco della popolazione mondiale disponeva dell'82,7% del reddito mondiale mentre il 60% più povero poteva contare soltanto sul 5,6%. A quest'ultimo gruppo appartenevano i lavoratori dei paesi nei quali le grandi imprese globalizzate delocalizzavano quantità via via più consistenti dei loro processi produttivi.

³⁶ Nella stessa direzione di ridurre la domanda di lavoro non particolarmente qualificato spingeva la tendenza del progresso tecnologico a ridurre il numero dei lavoratori non qualificati trasferendo le funzioni del processo produttivo che potevano essere meccanizzate a macchine che li sostituivano, incorporandone le funzioni da essi precedentemente svolte (macchine a controllo numerico, robot, etc.).

ridotta tra il 1976 e il 2006 dal 67% al 53,4%); la differenza tra i redditi più alti e quelli più bassi ha raggiunto livelli enormi (un semplice dato è in grado di riassumere questa tendenza in modo paradigmatico: negli Stati Uniti la percentuale di reddito ottenuta dall'1% più ricco della popolazione sul PIL nazionale è passata nel periodo 1978-2007 da poco meno del 9% a poco più del 23%)³⁷. Le conseguenze macroeconomiche di questa rivoluzione nella distribuzione del reddito nazionale dei paesi ricchi sono facilmente immaginabili: la propensione marginale al consumo è diminuita drasticamente, riducendo dovunque il valore del moltiplicatore del reddito.

2) La riorganizzazione della struttura produttiva mondiale attuata attraverso la delocalizzazione di fasi produttive sempre più ampie dai paesi industrializzati, caratterizzati da alti salari, verso i paesi emergenti, che partivano da livelli salariali molto più bassi, ha condotto a una riorganizzazione della produzione mondiale di dimensioni mai viste in precedenza (con lo spostamento di ampie quote della produzione mondiale di manufatti dai paesi ricchi ai paesi emergenti) che non solo ha spinto la produzione industriale di questi ultimi a crescere a ritmi fino ad allora impensabili (il PIL cinese è cresciuto nel ventennio che ha preceduto la crisi del 2007 a ritmi del 9% medio annuo, ma ritmi elevatissimi sono stati raggiunti da tutti i paesi emergenti) ma ha soprattutto modificato in misura straordinaria la direzione dei flussi commerciali internazionali. Si pensi che intorno al 1960 le esportazioni dei paesi in via di sviluppo erano composte principalmente da prodotti agricoli (che costituivano il 60% circa del totale) e solo in minima parte (il 10% circa del totale) da prodotti manufatti (il resto era composto da materie prime); solo 40 anni dopo, all'inizio del XXI secolo, il quadro si era completamente rovesciato: le esportazioni di manufatti dei paesi in via di sviluppo, per molti dei quali l'indicazione appropriata era ormai quella di paesi emergenti, rappresentavano ormai circa i due terzi del totale e le esportazioni di prodotti agricoli, che pure erano aumentate, sia pure di poco, nel periodo, erano poco più del 10% delle esportazioni totali.³⁸ Come conseguenza di tutto ciò, nei paesi emergenti che riuscivano ad attuare politiche di crescita trainate dalle esportazioni si sono venuti a determinare amplissimi attivi commerciali (nel 2007 l'attivo di parte corrente della Cina, che ne era, ed ancora ne è, il capofila, è ammontato a 371,8 miliardi di dollari, pari all'11,6 % del PIL nazionale³⁹) ai quali si contrapponevano impressionanti disavanzi commerciali da parte dei paesi ricchi: in particolare, negli Stati Uniti, che rappresentavano la principale controparte di questo trend, il disavanzo di parte corrente ha raggiunto nel 2006 il livello di 811,5 miliardi di dollari annui, pari al 6,2% del PIL nazionale.⁴⁰

³⁷ Un livello quest'ultimo che, come ha fatto notare Reich (2010), era stato raggiunto in precedenza soltanto nel 1929.

³⁸ La caduta della percentuale di esportazioni di prodotti agricoli era quindi dovuta interamente all'enorme aumento delle dimensioni del commercio internazionale.

³⁹ Ed è, peraltro, ulteriormente aumentato negli anni successivi, nonostante la recessione mondiale.

⁴⁰ Per poi iniziare a diminuire leggermente nella successiva recessione.

In un regime a cambi flessibili, come era formalmente, ed è tuttora, quello in vigore in questi anni, ciò avrebbe dovuto dar luogo a modifiche rilevanti dei tassi di cambio in direzione dell'apprezzamento nei paesi in attivo e del deprezzamento nei paesi che si trovavano a dover far fronte a saldi dei conti correnti passivi. Ciò avrebbe potuto ripristinare l'equilibrio commerciale: l'apprezzamento del tasso di cambio nei paesi in attivo avrebbe dovuto ridurre le esportazioni e aumentare le importazioni mentre il deprezzamento del tasso di cambio nei paesi in passivo avrebbe dovuto far crescere le loro esportazioni e ridurre le loro importazioni. In realtà, nulla di tutto questo si verificò in quanto i paesi in attivo sterilizzavano i fondi provenienti dall'estero a pagamento dell'eccesso del valore delle esportazioni rispetto al valore delle importazioni accumulando riserve di valuta internazionale; in questo modo essi si garantivano la continuazione della situazione di attivi commerciali, che sosteneva la produzione nazionale ed accumulavano riserve di valuta internazionale, utili per garantirsi la difesa da eventuali crisi valutarie future,⁴¹ dando luogo ad una endemica eccedenza dell'offerta mondiale sulla domanda aggregata mondiale. Come si vedrà meglio nel prossimo paragrafo, l'eccesso di offerta rispetto alla domanda effettiva mondiale costituisce oggi il maggior impedimento alla piena uscita del mondo dalla stagnazione che ha fatto seguito alla recessione del biennio 2008-2009.

⁴¹ Per fare solo alcuni esempi, l'ammontare delle riserve di valuta internazionale della Cina è cresciuto da circa 125 miliardi di dollari (dicembre 1995) a 1.546,4 miliardi di dollari (dicembre 2007) ed ha continuato a crescere anche durante la recessione successiva, sino a raggiungere il livello di 3.201 miliardi di dollari a settembre 2011 (una larga parte di queste, 1.159 miliardi, è investita in titoli del Tesoro statunitense). Questa politica di accumulo di riserve in dollari è stata perseguita dalle autorità monetarie cinesi per evitare che l'apprezzamento dello yuan, che si sarebbe verificato se un tale ammontare di dollari fosse stato immesso sul mercato, frenasse il frenetico aumento delle esportazioni che da decenni sostiene la crescita cinese. Analoghi comportamenti sono stati adottati dalle banche centrali del Giappone (le cui riserve di valuta internazionale erano pari a dicembre 2007 a 973,3 miliardi di dollari e sono ad agosto 2011 pari a 1.218,5 - 912 dei quali sono investiti in titoli del Tesoro degli Stati Uniti) e di molti altri paesi, in primo luogo quelli produttori di petrolio. Un altro grande fattore che ha spinto all'aumento delle riserve di valuta internazionale è stata la preoccupazione dei *policy maker* dei paesi in via di sviluppo che il verificarsi di crisi valutarie come quelle che avevano colpito i paesi del sud-est asiatico nel 1997 e paesi come Russia, Brasile, Turchia e Argentina negli anni immediatamente seguenti potessero verificarsi di nuovo: in effetti l'ammontare di riserve valutarie in possesso dei paesi in via di sviluppo si è più che quadruplicato nel decennio che ha preceduto la crisi finanziaria mondiale, passando dai 734 miliardi di dollari del 1995 a 3.403 miliardi di dollari nel 2006, mentre nello stesso periodo l'ammontare di riserve ufficiali dei paesi sviluppati è soltanto raddoppiato, passando dai 734 miliardi del 1995 ai 1.344 del 2006. Il livello delle riserve mondiali ha poi continuato ad aumentare durante la crisi finanziaria mondiale, raggiungendo a fine dicembre 2008 il valore di 7.808 miliardi di dollari (pari al 12,9% del PIL mondiale) e sfiorando il livello dei 10.000 miliardi di dollari (7.600 circa nei paesi emergenti e in via di sviluppo) sul finire del 2010. La costituzione di riserve di valuta estera aveva l'effetto di aumentare il risparmio mondiale, producendo effetti deflativi che erano compensati, almeno fino all'esplosione della crisi finanziaria mondiale, dai consumi privati e dalle spese pubbliche dei paesi nei quali la domanda aggregata eccedeva l'offerta nazionale, principalmente gli Stati Uniti d'America. Come vedremo nel prossimo paragrafo, questo equilibrio instabile fondato sull'eccesso di offerta aggregata e di risparmi nei paesi che accumulavano riserve di valuta internazionale e sull'eccesso di domanda e di spese finanziate prendendo a prestito dall'estero è entrato in crisi a seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2007 e l'economia mondiale si è ritrovata alle prese con una recessione dalla quale non riesce per ora a risollevarsi.

3) Un effetto negativo della riorganizzazione della produzione mondiale con lo spostamento di fasi della produzione industriale dai paesi ricchi ai paesi emergenti è stato l'aumento della disoccupazione strutturale, che ha colpito principalmente le classi giovanili europee. La riorganizzazione produttiva che comportava lo spostamento di larghe fasi della produzione industriale verso paesi a bassi salari ha ridotto la domanda di lavoro per molte professioni. Di conseguenza, i lavoratori licenziati dalle imprese che producevano i beni la cui produzione veniva via via delocalizzata all'estero e i lavoratori che si sarebbero avviati verso tali professioni hanno dovuto riconvertirsi verso altre professioni, a volte senza riuscirci o dovendo riqualificare le loro caratteristiche professionali. Ciò è risultato spesso difficile, in particolare nei paesi che non disponevano di sistemi di formazione e riqualificazione professionale adeguati.⁴²

4) Gli attivi delle partite correnti accumulati dai paesi emergenti erano investiti nel mercato finanziario mondiale e finanziavano l'indebitamento dei paesi in deficit, tra i quali primeggiavano di gran lunga gli Stati Uniti d'America, la cui posizione debitoria (lorda) nei confronti dell'estero crebbe nel periodo in esame fino a raggiungere a metà del 2007 il livello di 12.041,1 miliardi di dollari, pari all'85,6% del reddito nazionale (soltanto quattro anni prima, a metà del 2003, era stato pari a poco più della metà: 6.570,2 milioni, di poco inferiore al 60% del PIL).⁴³

Trainato dalla crescita del commercio internazionale, lo sviluppo mondiale proseguiva sulla base dei fattori di squilibrio indicati sopra, che davano luogo a un equilibrio temporaneo fondato sull'ampliamento continuo dei debiti necessari a finanziare i disavanzi che si andavano formando. Si trattava di un equilibrio assolutamente instabile nel lungo periodo (nel lungo periodo i debiti vanno restituiti!) ma in grado di operare fino a che i debitori erano in grado di finanziarsi accendendo nuovi debiti nel mercato finanziario mondiale. L'aumento dell'indebitamento internazionale forniva comunque alimento all'espansione del mercato finanziario globale. L'evoluzione del mercato finanziario internazionale era sostenuta sia dall'aumento dell'offerta di risparmio internazionale sia dall'aumento della domanda di fondi. Dal lato dei fornitori di prestiti si collocavano i paesi che godevano di sistematici attivi delle partite correnti e utilizzavano tali attivi per accumulare riserve di valuta internazionale mentre i paesi che spendevano al di là delle loro disponibilità coprivano con facilità l'eccesso delle loro spese prendendo a prestito sui mercati internazionali: tra i primi prevaleva la Cina, nazione il cui PIL stava crescendo a ritmi inusitati e che si caratterizzava per livelli di risparmio estremamente elevati,⁴⁴ tra i secondi principalmente gli Stati Uniti, il cui sistema banca-

⁴² La riqualificazione professionale dei lavoratori le cui caratteristiche professionali risultavano obsolete a causa dei cambiamenti in atto nella divisione internazionale del lavoro è stata particolarmente curata nei paesi del Nord Europa, in particolare nei paesi scandinavi, che, attraverso l'impiego di questi strumenti di politica del lavoro, sono riusciti ad evitare che i cambiamenti della struttura produttiva indotti dalla globalizzazione inducessero disoccupazione.

⁴³ Anche questa tendenza è proseguita negli anni successivi: a giugno del 2011 il debito lordo aveva già raggiunto 14.714,8 milioni di dollari, livello quasi uguale a quello del PIL statunitense, stimato in 15.064,8 milioni di dollari.

⁴⁴ Il risparmio cinese è stato in questi anni sempre superiore al 40% del reddito nazionale. Un livello di risparmio così elevato può essere spiegato soltanto dall'enorme aumento dei profitti

rio suppliva alla stagnazione del reddito dei ceti medi⁴⁵ acquisendo capitali sui mercati finanziari mondiali e concedendo prestiti ai consumatori nazionali. E' facile dimostrare come questo modello di crescita producesse equilibri di breve periodo instabili nel lungo stilizzando il comportamento dei due gruppi di paesi: il primo, caratterizzato da attivi sistematici delle partite correnti e politiche di sterilizzazione dell'attivo di bilancia dei pagamenti attuate accumulando riserve di valuta estera cresceva a ritmi sostenuti grazie all'aumento delle esportazioni e impiegava una quota elevatissima del reddito in risparmi - sia pubblici, aumento delle riserve di valuta estera, sia privati - che finanziavano la spesa dei governi e dei consumatori dei paesi del secondo gruppo; grazie a questi prestiti internazionali la domanda effettiva rimaneva elevata anche nei paesi caratterizzati da disavanzi sistematici delle partite correnti e indebitamento sul mercato finanziario mondiale (quasi esclusivamente gli Stati Uniti, l'unica nazione al riparo dalle crisi valutarie che inevitabilmente colpivano tutti i paesi che cercavano di imitarla). In questo modo il reddito mondiale cresceva nella misura in cui gli squilibri produttivi, commerciali e finanziari tra i due gruppi di paesi si ampliavano.

Nel contempo la distribuzione del reddito mondiale si indirizzava sempre più a favore di gruppi sociali caratterizzati da alta propensione al risparmio (le classi superiori dei paesi ricchi e dei paesi emergenti) e dei paesi emergenti, la cui propensione al risparmio era nettamente superiore a quella dei primi, in particolare quella cinese. Il risultato complessivo era che la propensione media al risparmio mondiale aumentava, riducendo così il valore del moltiplicatore del reddito sia nelle singole nazioni sia al livello mondiale.

Nel complesso, nell'economia mondiale si sviluppavano squilibri commerciali via via crescenti, che venivano finanziati attraverso l'accensione di debiti sul mercato finanziario mondiale, mentre si accumulava a livello mondiale un eccesso di offerta aggregata rispetto alla domanda effettiva dovuto sia alle politiche di aumento delle riserve di valuta estera attuate dai paesi emergenti che temevano di finire in balia della speculazione finanziaria internazionale sia dai paesi sviluppati che, non riuscendo ad attuare strategie di crescita trainate dalle esportazioni (perché erano poco competitivi), dovevano sottostare al vincolo dei conti con l'estero. In entrambi questi due gruppi di paesi si verificavano situazioni di eccesso dell'offerta aggregata potenziale (comunque alta grazie alle possibilità offerte dagli sviluppi tecnologici) rispetto a una domanda che non poteva essere sostenuta al livello nazionale. L'aumento delle riserve di valuta inutilizzate nelle casse delle banche centrali dei paesi emergenti svolgeva nell'economia di inizio XXI secolo un ruolo analogo a quello che l'eccesso dei risparmi sugli investimenti reali svolgeva ai tempi di Keynes. Il dibattito che si sviluppò tra gli economisti

ottenuti da un paese in grande espansione (è noto che la propensione marginale a risparmiare è tanto più elevata quanto più elevata è la percentuale dei redditi ottenuta dai percettori di profitti) e dall'incertezza conseguente all'assenza in tale paese di schemi di protezione sociale e di pensionamento pubblico. Al livello dell'economia mondiale interessa sottolineare che un livello di risparmio così elevato è stato sufficiente sia a sostenere livelli di investimenti reali che sfioravano il 40% del PIL nazionale sia a fornire i finanziamenti richiesti dai consumatori e dal Tesoro statunitensi.

⁴⁵ Come si è detto, la distribuzione del reddito si andava orientando a favore delle classi agiate mentre i redditi del ceto medio-basso rimanevano invariati o addirittura si riducevano in termini di potere d'acquisto.

all'inizio del XXI secolo era se fosse l'eccesso di risparmio o la carenza di investimenti reali la causa (il *primum movens*) dell'insufficiente crescita o il contrario. In realtà, il problema era che l'eccesso di risparmio si verificava in un gruppo di paesi, quelli emergenti che volevano costituire riserve di valuta internazionali, mentre la carenza di investimenti si verificava nell'altro gruppo, i paesi sviluppati nei quali le prospettive di aumento della produzione erano ridotte e gli investimenti latitavano. Il mercato che non riusciva a riportare in equilibrio questi squilibri era, ovviamente, il mercato finanziario globale per il quale valeva il famoso aforisma di Marshall su quale delle due lame di una forbice produca il taglio di un foglio di carta. Il dato di fatto era che l'aumento dei consumi e della spesa pubblica degli Stati Uniti reso possibile dall'indebitamento nei confronti del resto del mondo era di fatto l'elemento che sosteneva la crescita sia dei paesi che, come la Cina, puntavano sull'aumento delle esportazioni come volano per attivarla, sia dei paesi che, come gli Stati Uniti, sostenevano in tal modo la domanda, al prezzo però di un sempre crescente indebitamento su un mercato finanziario internazionale in continua crescita ma sempre più squilibrato.

C) Il nuovo orientamento delle politiche economiche nell'epoca della globalizzazione

Le politiche fiscali di sostegno della domanda effettiva furono a poco a poco abbandonate dai *policy maker* di tutti i paesi che non disponevano di una moneta nazionale utilizzata come valuta per i pagamenti internazionali a favore delle politiche dell'offerta. Al contrario, nell'unico paese che di fatto disponeva di una moneta nazionale che svolgeva la funzione di valuta internazionale, gli Stati Uniti d'America, la politica fiscale proseguì con orientamenti decisamente espansivi, con la conseguenza di far crescere il debito pubblico più del reddito nazionale: tra il 1980 e il 2007 il rapporto tra debito pubblico e PIL statunitensi crebbe dal 42,3% al 62,3%. Nel frattempo, proseguivano i deficit delle partite correnti e si accresceva il debito verso l'estero degli Stati Uniti; come ormai accadeva da quasi trenta anni debito pubblico e debito esterno procedevano congiuntamente.

La politica monetaria degli Stati Uniti fu per tutto il periodo orientata in senso espansivo con lo scopo di favorire il finanziamento del debito pubblico e, nello stesso tempo, dei crescenti disavanzi delle partite correnti statunitensi. La politica monetaria statunitense espansiva sostenuta da un mercato finanziario mondiale in piena espansione, grazie anche all'esigenza dei *policy-maker* dei paesi che stavano accumulando riserve valutarie di impiegarle in investimenti finanziari, creò un ambiente favorevole alle innovazioni finanziarie (che si sostanziavano nell'aumento della cosiddetta "leva finanziaria", rapporto tra impieghi e patrimonio, e, in definitiva, nell'aumento della capacità di creare moneta bancaria): il risultato fu una crescita sfrenata dell'offerta monetaria, che prese a crescere a ritmi che sfioravano il 10% annuo, spingendo i tassi di interesse a livelli estremamente bassi. L'aumento dell'offerta di moneta non produceva però inflazione, benché fosse sistematicamente più elevato della crescita del PIL nominale mondiale, e non era di conseguenza visto con preoccupazione dai gestori delle politiche monetarie nazionali, i quali consideravano il contenimento dell'inflazione come l'unico obiettivo da perseguire, ma si scaricava sugli stessi mercati finanziari provo-

cando aumenti delle quotazioni di borsa assai rilevanti, che a volte davano luogo a vere e proprie bolle: nel corso degli anni novanta l'indice di Wall Street crebbe di oltre il 300%, trascinandosi dietro la maggior parte delle borse valori mondiali, laddove il PIL nominale mondiale negli stessi dieci anni semplicemente raddoppiò. Una separazione così netta tra andamento dell'economia finanziaria e andamento dell'economia reale poteva essere provocato soltanto da due cause: aspettative altamente positive riguardo agli sviluppi futuri dell'economia mondiale o formazione di bolle speculative. La quasi totalità degli economisti, dei *mass media* e dei *policy-maker* propendeva per la prima delle due ipotesi. Gli eventi del decennio successivo avrebbero confutato tale ottimismo, portando alla ribalta gli sconquassi provocati dalla seconda.

Come mai vi fu una tale sottovalutazione dei pericoli che la separazione tra economia reale ed economia finanziaria comportava? Essenzialmente per due motivi, che si sostenevano a vicenda: sul terreno della politica le classi abbienti, che traevano vantaggio da tali sviluppi, ottenendo una redistribuzione continua del reddito a loro favore e a scapito dei lavoratori, si rafforzavano man mano che procedeva la globalizzazione e sostenevano la bontà di ogni teoria che giustificasse tali risultati; sul terreno del pensiero economico, sull'onda dell'abbandono delle politiche di sostegno della domanda, stava nascendo una nuova ortodossia⁴⁶ della politica economica di orientamento apertamente antikeynesiano che fu definita "nuova macroeconomia (neo)classica".⁴⁷ Questa "nuova" scuola del pensiero economico⁴⁸ può essere concepita come l'evoluzione dell'estensione della "sintesi neoclassica" al lato dell'offerta svolta da Milton Friedman (1968, 1971 e 1974). L'impostazione di Friedman consiste nella riproposizione della teoria quantitativa della moneta come equilibrio di lungo periodo e nell'accettazione del risultato di Keynes - che nel breve periodo se la domanda effettiva è inferiore all'offerta aggregata si determina disoccupazione - attribuendone però la causa non tanto alla carenza di domanda quanto a ciò che accade nel mercato del lavoro e in particolare all'illusione monetaria della quale soffrirebbero i lavoratori. Il punto di partenza di questa impostazione è la convinzione - che era stata in precedenza espressa dall'altro big della scuola di Chicago degli anni sessanta Don Patinkin (cfr. Patinkin, 1965 capp. 13 e 14) - che situazioni di disoccupazione non sono caratterizzate soltanto

⁴⁶ Quanto segue non può essere considerato un'esposizione completa dell'evoluzione del pensiero macroeconomico recente, ma tutt'al più una sintesi che ne richiama alcuni elementi fondamentali al fine di valutare le implicazioni che ne sono state derivate sul terreno della politica economica. Tale sintesi presuppone quindi che il lettore già conosca le fondamenta delle teorie elaborate da Friedman e dagli autori della "nuova macroeconomia classica", solitamente esposte nei corsi introduttivi di macroeconomia (per una esposizione completa delle quali ci si può riferire, in particolare a Carlin-Soskice, 1990, capp. 3 e 4).

⁴⁷ L'etichetta che questi autori assegnarono alla nuova scuola macroeconomica fu in realtà "Nuova macroeconomia classica". Gli abbiamo anteposto il prefisso "neo" per sottolineare come in questa impostazione sotto l'etichetta "economia classica" trovino posto tutti gli autori che accettano la teoria quantitativa della moneta, inclusi tutti gli autori pre-keynesiani e la scuola monetarista moderna di Milton Friedman, trascurando la distinzione tra autori "classici" (Smith, Ricardo, Marx ecc.) e "neoclassici" (o marginalisti: Walras, Pareto, Debreu ecc.) in quanto, nell'opinione di chi scrive, gli autori di questa scuola facciano effettivamente riferimento solo a questi ultimi.

⁴⁸ Che in realtà riproduceva schemi e impostazioni antiche, sostanzialmente, prekeynesiane.

da eccesso di offerta aggregata di merci ma anche da eccesso di offerta di lavoro e che se l'eccesso di offerta di lavoro fosse in grado di provocare una riduzione dei salari, come avviene in un mercato del lavoro che si ipotizzi operare in condizioni di concorrenza perfetta, l'occupazione aumenterebbe e l'economia ritornerebbe al pieno impiego. L'illusione monetaria consiste nel fatto che i lavoratori interpretano l'aumento dei salari nominali che si verifica a seguito dell'aumento della domanda di lavoro, che fa a sua volta seguito a politiche della domanda aggregata espansive, come se si trattasse di un aumento dei salari reali, il che non è sempre vero, in particolare nelle condizioni ipotizzate da Friedman.

Il modello di Friedman ipotizza che in un'economia che si trovi inizialmente in condizioni di piena occupazione (caratterizzata sul mercato del lavoro dal verificarsi di un tasso di disoccupazione "naturale", per la cui definizione si rimanda a Friedman, 1968) all'iniziale aumento dei salari farà seguito un aumento dei prezzi di uguali dimensioni, che lascerà invariato il salario reale. I lavoratori nel momento in cui osservano l'aumento dei salari non si rendono conto che esso sarà seguito dall'aumento dei prezzi, in quanto formano le aspettative in modo "adattivo", adeguandole cioè agli eventi che si sono appena verificati. L'aumento dei salari spingerà i lavoratori ad offrire più lavoro ma, non appena l'aumento dei prezzi annullerà quello che loro ritenevano un aumento dei salari reali, essi ritorneranno sulla decisione precedente e si ripristinerà l'equilibrio iniziale, in concomitanza con il ritorno del tasso di disoccupazione al suo livello "naturale". Nel breve periodo, durante il quale i lavoratori si illudono del fatto che i salari reali siano aumentati, il reddito nazionale aumenterà anch'esso, ma con l'andare del tempo, e soprattutto con la percezione che l'aumento dei prezzi ha vanificato la crescita dei salari reali inizialmente ipotizzata, l'effetto espansivo si esaurirà man mano che i lavoratori tenderanno ad inserirlo tra le determinanti dell'inflazione attesa futura, a meno che la continuazione delle politiche di sostegno della domanda non spinga i salari nominali a crescere ulteriormente, ma in questo caso ad un ritmo superiore rispetto al precedente aumento dei prezzi e pari a quest'ultimo, ormai previsto, più l'aumento necessario per indurre di nuovo l'aspettativa, anche in questo caso illusoria, che i salari reali stiano aumentando. In conclusione, il modello di Friedman accetta che politiche di sostegno della domanda riducano la disoccupazione e spingano l'economia a raggiungere livelli di produzione superiori a quelli corrispondenti al tasso di disoccupazione naturale ma ipotizza che questo processo sia temporaneo e possa continuare soltanto con livelli di inflazione crescente che permettano di riprodurre nel tempo l'illusione monetaria. Poiché i *policy-maker* hanno come obiettivo non solo massimizzare la crescita del reddito ma anche evitare che l'inflazione diventi cumulativa e crescente, le politiche di sostegno della domanda non possono comunque estendersi al di là del breve periodo.

Gli autori che si rifanno alla "nuova macroeconomia (neo)classica" fanno un passo avanti rispetto a Friedman, ritenendo che con l'andar del tempo gli operatori economici comprenderanno le modalità di comportamento dei *policy maker* (in particolare la loro tendenza a sostenere la crescita economica attraverso l'illusione monetaria) e abbandoneranno le modalità di formazione delle aspettative di tipo "adattivo" e impareranno a formulare ipotesi "razionali" che prevedano correttamente la dinamica degli eventi ed evitino l'illusione monetaria, salvo nei casi, probabilmente rari, nei quali i *policy maker*

riescano a coglierli di sorpresa. Con questa impostazione essi, in un modello sostanzialmente analogo a quello concepito da Milton Friedman, sostituiscono all'ipotesi di aspettative adattive l'ipotesi di aspettative razionali, ridimensionando di fatto anche la possibilità che si verifichi disoccupazione, e soprattutto che, anche qualora essa si verifichi, possa permanere nel tempo. Analiticamente questo risultato è ottenuto attraverso la formulazione di tre ipotesi:

- in primo luogo si ipotizza che le aspettative siano sempre razionali (“rational expectations hypothesis”). L'ipotesi di aspettative razionali prevede che gli operatori economici conoscano il modo di operare dell'economia di mercato e siano quindi in grado di percepire e processare le informazioni rilevanti per prevedere correttamente l'evoluzione futura delle grandezze economiche.
- in secondo luogo che il ciclo economico sia determinato soltanto da shock reali che danno luogo a riaggiustamenti dei comportamenti dei produttori tesi a massimizzare la loro utilità (“real business cycle hypothesis”). Un tipico esempio di ciclo economico indotto da uno shock reale è il seguente: si ipotizzi che il ritmo di crescita della produttività si riduca improvvisamente, ciò farà abbassare il salario reale d'equilibrio e i lavoratori reagiranno a questo evento riducendo il tempo dedicato al lavoro e indirizzando il loro impegno verso altri obiettivi (ad esempio, frequentando corsi di riqualificazione professionale che aumentino la loro produttività futura, con effetti positivi sulla produttività e sulle retribuzioni future). Nel periodo durante il quale il mercato del lavoro si aggiusta allo shock, l'offerta di lavoro e la produzione si riducono, ma questa non è che la premessa alla successiva ripresa produttiva, che, se non sarà ostacolata la riqualificazione professionale dei lavoratori, produrrà un effetto positivo sulla crescita futura. Un eventuale intervento pubblico a sostegno dell'occupazione non può che produrre una situazione di *second best* - mantenimento dell'occupazione nel breve periodo - a scapito di una maggiore crescita futura, che costituirebbe la situazione di *first best*.
- Infine, terza ipotesi, si suppone che i mercati siano sempre efficienti (“efficient market hypothesis”), il che implica che al verificarsi di un qualsiasi shock la revisione delle aspettative li riporterà istantaneamente in equilibrio. I mercati sarebbero dunque in grado di auto-regolarsi autonomamente senza bisogno di interventi esterni e, nel caso non siano in grado di ritrovare equilibrio ed efficacia ciò non possa che dipendere dal fatto che i *policy-maker* pretendono di sostituirsi agli individui impedendo a questi ultimi di perseguire gli obiettivi da essi liberamente scelti. Quest'ultima ipotesi, valida per tutti i mercati, si riteneva dai cultori di questo punto di vista dovesse applicarsi in particolare nei mercati finanziari, i cui prezzi misurano il valore futuro atteso di attività finanziarie il cui rischio, seppure incerto, poteva essere misurato su basi probabilistiche e adeguatamente assicurato attraverso l'estensione dei mercati “derivati”. Quest'ultima innovazione, ampliando le dimensioni dei mercati finanziari e favorendo la diffusione di operatori professionali e informati, faceva del mercato finanziario mondiale il prototipo del mercato “efficiente”.

Sulla base di questa visione della politica economica, apparentemente nuova anche se di fatto riproponeva il punto di vista degli economisti pre-keynesiani, la “nuova ma-

croeconomia (neo)keynesiana” suggeriva di riformulare indirizzava i programmi di politica economica in modo: (a) da indirizzare le politiche monetarie all’ampliamento della liquidità, per favorire l’estensione del mercato finanziario mondiale, commisurandole all’obiettivo di evitare l’inflazione dei salari e dei prezzi dei beni (l’inflazione dei prezzi delle attività finanziarie era invece vista come il risultato “efficiente” del funzionamento del mercato finanziario mondiale); (b) orientare le politiche fiscali all’obiettivo di contenere le dimensioni del debito pubblico, al fine di evitare di “spiazare” gli investimenti privati; (c) deregolamentare tutti i mercati, in particolare quello del lavoro, al fine di ampliarne la flessibilità, cioè la capacità di rispondere alle pressioni di domanda e offerta. I modelli macroeconomici che sostenevano questa visione inglobavano un’ipotesi che era stata trattata con molta cautela dalla scuola macroeconomica keynesiana che l’aveva preceduta: “l’ipotesi dell’agente rappresentativo”, secondo la quale, essendo le aspettative razionali e corrette, il comportamento degli agenti economici era necessariamente omogeneo e poteva essere aggregato di conseguenza. Paradossalmente, nello stesso periodo la microeconomia, almeno nelle sue componenti più avvertite, si stava indirizzando allo studio dei comportamenti individuali che violavano il principio dell’agente rappresentativo e sottolineava una molteplicità di fallimenti che potevano verificarsi sui mercati: oltre alle tradizionali ipotesi sulle forme di mercato diverse dalla concorrenza perfetta, si sviluppava lo studio delle asimmetrie informative, della dipendenza della qualità del prodotto offerto dal prezzo spuntato, dei problemi di agenzia, dei vincoli di bilancio (con particolare riferimento ai mercati finanziari), delle inadempienze contrattuali (“default”), degli effetti dell’insolvenza (bancarotta, ecc.), dei salari di efficienza.⁴⁹ Ma al livello macro il prevalere dell’ipotesi dell’agente rappresentativo impediva di estendere questi sviluppi micro all’ambito macroeconomico.⁵⁰ Per di più, all’inizio del XXI secolo l’opinione prevalente tra i politici, i massmediologi e gli economisti era ormai che eventi come la recessione degli anni trenta del secolo precedente costituissero un evento unico nella storia economica che non si sarebbe più potuto verificare, non fosse altro che per il fatto che i *policy-maker* erano ormai in grado di evitarne la ripetizione, con il risultato di screditare la parte dell’analisi sviluppata da Keynes sulla recessione, che, si riteneva, riflettesse le particolari condizioni di quegli anni e fosse quindi inapplicabile al mondo globalizzato di questo secolo.

D) Il mercato finanziario mondiale

L’espansione dei mercati finanziari internazionali, nei quali la stragrande maggioranza dei titoli sono denominati in dollari – valuta-chiave del sistema, in quanto continua ad essere quella maggiormente utilizzata negli scambi internazionali di merci e di attività finanziarie, ed è, per questo motivo, la più largamente accettata e quindi la più liquida – sembrava, all’inizio del XXI secolo, aver risolto i problemi di liquidità che sarebbero

⁴⁹ Si veda in particolare la rassegna che ne fece Joseph Stiglitz (1977).

⁵⁰ Con la rilevante eccezione di alcuni tentativi di Stiglitz (si veda in particolare, con riferimento ai mercati finanziari, Greenaway-Stiglitz, 1997 e, in un ambito più tradizionalmente macroeconomico, Greenaway-Stiglitz, 1987).

altrimenti emersi in un contesto dominato dall'incertezza, e che spingeva le banche centrali ad accumulare riserve di valuta internazionale di dimensioni paradossalmente molto superiori rispetto a quelle che erano solitamente detenute nella precedente fase di cambi fissi, quando il dollaro era ufficialmente la valuta di riferimento dei pagamenti internazionali. Il sistema monetario internazionale non difettava quindi di liquidità in condizioni "normali", cioè in assenza di crisi. Il problema era però che questa liquidità veniva a mancare d'improvviso durante le crisi valutarie, quando il mercato dei prestiti interbancari cessava di funzionare, in quanto nessuno faceva più prestiti, temendo che il debitore non sarebbe più stato in grado di restituire il debito (come era accaduto in particolare nella crisi valutaria del sud est asiatico) e veniva quindi accumulata dalle banche centrali come riserva contro il rischio che si sviluppassero crisi valutarie e come garanzia che i modelli di crescita trainata dalle esportazioni continuassero ad operare.

Il fatto che i capitali finanziari si siano indirizzati principalmente verso i mercati denominati in dollari ha accresciuto il carattere di *dollar standard* del sistema monetario internazionale.⁵¹ Non è stato, quindi, risolto il "dilemma di Triffin" che aveva già portato alla crisi del sistema di Bretton Woods. La creazione di liquidità internazionale attraverso l'aumento dei dollari posseduti da operatori non statunitensi rischia tuttora di minare la credibilità del dollaro e, qualora quest'ultimo si deprezzasse a seguito della diversificazione dei portafogli delle banche centrali, di provocare la riduzione del valore delle riserve di valuta da esse possedute. Sinora la maggior parte delle banche centrali in possesso di dollari - in particolare quelle di Cina, Giappone e Corea del Sud - ha sterilizzato gli effetti degli elevatissimi attivi di bilancia dei pagamenti ampliando a dismisura l'ammontare delle riserve ufficiali di dollari per evitare apprezzamenti delle proprie valute. La *ratio* di tali comportamenti va ricercata da un lato nel desiderio dei *policy maker* di non ridurre l'ammontare di esportazioni verso gli Stati Uniti che ha costituito il principale "motore" della crescita che si è avuta in questo periodo, soprattutto nei paesi asiatici, e, dall'altro, nel tentativo di evitare gli effetti negativi di possibili crisi valutarie nei paesi emergenti. Gli Stati Uniti hanno accumulato un debito nei con-

⁵¹ All'incirca due terzi delle riserve valutarie internazionali sono infatti denominate in dollari. Va sottolineato come non sia aumentato soltanto il valore assoluto dei dollari detenuti nelle riserve di valuta del resto del mondo ma anche la percentuale (nel 1995 la percentuale dei dollari tenuti come riserva valutaria era pari al 59%); ciò in quanto si è fortemente ridotta la percentuale di riserve detenute in monete europee (insieme alla percentuale detenuta in yen giapponesi). Alla fine del 1995 all'incirca il 37% delle riserve valutarie mondiali era detenuta in monete dei paesi che sarebbero entrati a far parte dell'Unione Monetaria Europea di lì a due anni (la grandissima maggioranza di queste riserve era costituita da marchi tedeschi). Subito dopo la nascita dell'euro tale percentuale diminuì drasticamente (con la conseguenza di provocare una netta caduta del tasso di cambio dell'euro in termini di dollari, come è stato evidenziato nel paragrafo 5.3). Successivamente, la quantità e la percentuale di euro inseriti nelle riserve ufficiali ha ripreso a crescere (anche se nel 2006 essa si attestava ancora al 25%, comunque al disotto della quota toccata nel decennio precedente) e il cambio tra euro e dollaro si è apprezzato, superando anche i valori di partenza, dapprima in quanto il tasso di interesse statunitense è stato gestito in direzione espansiva, in modo, cioè, da risultare sistematicamente più basso di quello europeo e successivamente come conseguenza della crisi finanziaria che ha investito il mercato dei mutui immobiliari statunitensi nell'agosto 2007, almeno sino a quando l'evolversi della crisi mondiale non ha spinto molti operatori a considerare di nuovo il dollaro come la valuta-rifugio *par excellence*.

fronti del resto del mondo di tali dimensioni che potrebbe rivelarsi esiziale per il mantenimento di un qualsiasi sistema dei pagamenti internazionale basato sul dollaro, qualora i detentori di dollari decidessero di diversificare i loro portafogli.⁵²

E) I problemi irrisolti

L'aumento della liquidità mondiale non ha risolto neppure il problema dell'aggiustamento, come molti commentatori speravano si sarebbe verificato con il passaggio dai cambi fissi del sistema di Bretton Woods al regime di cambi almeno parzialmente flessibili successivo. I problemi di aggiustamento che hanno fatto seguito agli squilibri sopra esaminati, e che non essendo stati risolti hanno condotto alla crisi iniziata nel 2007, sono stati essenzialmente quattro:

1) POLITICHE DELLA DOMANDA O POLITICHE DELL'OFFERTA?

Sono già state più volte sottolineate in questo volume, in particolare nella seconda parte, le difficoltà per i *policy maker* di tutte le nazioni ad eccezione di quelli degli Stati Uniti di rendere compatibili equilibrio interno ed equilibrio esterno; sul finire del XX secolo e all'inizio del XXI esse si sono aggravate rispetto a quanto accadeva nel sistema di Bretton Woods in quanto non è stato più possibile mettere in atto politiche di sostegno della domanda di stampo keynesiano. Le politiche della domanda nazionali (che erano state all'origine dello sviluppo di molti paesi europei, tra i quali l'Italia, oltre che la Germania e il Giappone, nel periodo di applicazione del sistema di Bretton Woods) nella fase dello *Whashington Consensus* sono diventate inefficienti in tutti quei paesi che non riuscivano a raggiungere una posizione commerciale con l'estero più che solida o la cui moneta nazionale non godeva della condizione di valuta internazionale. I *policy maker* di questi paesi si sono allora trovati di fronte alla pressione di sostituire le politiche di sostegno della domanda con politiche dell'offerta (incentrate sul contenimento dei costi di produzione, preferibilmente attraverso l'incremento della crescita della produttività ma, quando ciò non era possibile, anche attraverso la riduzione dei salari). Queste politiche portavano molti paesi a dipendere fortemente dalla domanda estera, non potendo contare sul sostegno del mercato interno: nei paesi che riuscivano a conseguire attivi della bilancia commerciale ciò implicava infatti che la domanda aggregata fosse inferiore all'offerta, per dedicare una quota di quest'ultima all'esportazione; negli altri era giocoforza per i *policy maker* contenere la domanda interna per evitare di accumulare livelli di disavanzo con l'estero che potessero dare adito ad attacchi speculativi, e ciò comportava inevitabilmente di dover attuare politiche fiscali restrittive. Di conseguenza, nella gran parte dei paesi più che sull'aumento della domanda interna come strumento di sostegno della crescita si confidava sull'aumento della domanda

⁵²

Da oltre trenta anni gli Stati Uniti d'America stanno gestendo disavanzi del *conto corrente* crescenti, che avevano raggiunto alla vigilia della crisi finanziaria mondiale dimensioni preoccupanti (791,5 miliardi di dollari, pari al 6,4% del PIL statunitense, nel 2005 e 811,5, pari al 6,2% del PIL, nel 2006). Durante la crisi post 2007, che sarà esaminata nel paragrafo successivo, il saldo delle partite di conto corrente statunitensi si è lievemente ridotto ma è comunque rimasto superiore ai 700 miliardi di dollari annui e al 5% del PIL nazionale.

estera in una situazione in cui l'unico paese che era in grado di sostenere la propria crescita, sia pure al prezzo di incorrere in pesanti disavanzi della bilancia commerciale che venivano finanziati indebitandosi con l'estero, erano gli Stati Uniti d'America. Essi diventarono quindi il principale sostegno della domanda mondiale, sia pure al costo di un indebitamento crescente che diventava sempre più elevato, mettendo a rischio la fiducia degli investitori nel dollaro, che pur tuttavia rimaneva la valuta base del sistema.

Nella pratica si venivano così a rovesciare i due principi di base sui quali Keynes aveva proposto di costruire il sistema monetario internazionale: (1) che esso "non richiedesse a nessun paese partecipante sacrifici economici o finanziari...che non corrispondessero al suo vero interesse di lungo termine" (British Government Publications, 1943, pag. 56); (2) che gli scambi internazionali fossero sempre indirizzati all'espansione della domanda effettiva (ibidem, pag. 65).

2) LA RIDUZIONE DEL MOLTIPLICATORE MONDIALE.

Come è stato evidenziato dall'esposizione che abbiamo svolto in questo e nei capitoli precedenti, si sono andati via via estendendo tutta una serie di *trend* che tendevano a ridurre il livello del moltiplicatore del reddito al livello mondiale. A questo punto non ci resta che ricapitarli. In primo luogo l'ampliamento degli scambi internazionali, seppure abbia svolto per lunghi periodi una meritoria azione di sostegno della domanda al livello mondiale, riduceva il moltiplicatore del reddito che poteva essere attivato attraverso misure di sostegno della domanda interna, perché una parte dell'effetto moltiplicativo andava a sostenere le importazioni dall'estero. Le politiche di sostegno della domanda sarebbero state efficaci soltanto se fossero state svolte coordinandone l'attuazione su scala mondiale; ma ciò non sempre accadeva. In secondo luogo, l'aumento del peso del settore pubblico riduceva già per suo conto il valore del moltiplicatore del reddito, sia al livello mondiale sia a quello delle singole nazioni. In terzo luogo, il sistema di cambi flessibili rendeva comunque scarsamente efficace l'impiego delle politiche fiscali di sostegno della domanda. In quarto luogo la redistribuzione del reddito a favore delle classi abbienti indotta dalla globalizzazione - anzi dalle modalità nelle quali essa si svolgeva, nell'ambito della finanziarizzazione neo-liberista, che facevano pesare sui lavoratori dei paesi ad alti salari il peso della concorrenza da parte dei paesi a bassi salari - spingendo verso la riduzione della propensione al consumo nei paesi ricchi. Infine, lo sviluppo produttivo aveva luogo principalmente in paesi caratterizzati da un'alta propensione al risparmio conseguente alla ridotta presenza di istituzioni e diritti in grado di difendere i lavoratori dai rischi sociali.

A fronte di tutte queste tendenze al contenimento della domanda effettiva mondiale, che era evidenziato dall'aumento delle riserve di valuta, le cui dimensioni triplicarono nel decennio 1996-2006,⁵³ soltanto un livello di coordinamento internazionale delle politiche per lo sviluppo avrebbe potuto controbilanciare le tendenze al contenimento della domanda, ma un livello di coordinamento adeguato non è stato mai raggiunto e l'economia mondiale si è sempre più orientata nella direzione di

⁵³ Per poi raddoppiare ulteriormente nel quadriennio successivo, ma questo è l'argomento che tratteremo nel prossimo paragrafo.

una domanda aggregata sistematicamente inferiore ad un'offerta potenziale, tenuta alta dalla crescita della produttività sospinta dai rivoluzionari miglioramenti che si andavano verificando nel settore dell'informatica e delle comunicazioni.

3) CRISI VALUTARIE E AUMENTO DELLE RISERVE DI VALUTA.

Nonostante la speculazione non sia stata in generale destabilizzante, si sono verificate abbastanza spesso crisi di fiducia che hanno comportato l'insorgere di crisi valutarie (caratterizzate dal verificarsi di precipitose uscite dei capitali finanziari dai paesi le cui monete si temeva potessero deprezzarsi, di solito con conseguenze deflative sull'economia dei paesi che le subivano). Tra il 1971 e il 2006 Reinhart e Rogoff (2009) hanno individuato 152 crisi⁵⁴ (bancarie, finanziarie e valutarie) che si sono indirizzate in particolare (a) contro le monete dei paesi i cui *policy maker* cercavano di perseguire politiche a sostegno dell'equilibrio interno e, nel far ciò, incorrevano in disavanzi commerciali che coprivano prendendo a prestito⁵⁵ sia (b) contro le monete dei paesi che cercavano di realizzare programmi di sostegno ad investimenti finalizzati allo sviluppo e finanziati prendendo a prestito dall'estero in valuta estera.⁵⁶ Una tipologia delle crisi valutarie è già stata presentata nell'ultimo paragrafo del capitolo 7; non torniamo ora sull'argomento se non per sottolineare come tali crisi si siano rivelate particolarmente gravose per molti paesi che richiedevano prestiti per avviare e sostenere processi di sviluppo. Le indicazioni che il FMI forniva a tali paesi furono efficacemente denominate da Williamson (1991) *Washington Consensus*, Anch'esse sono già state esaminate nel capitolo 13; in questa sede ci limitiamo quindi a ricordare che esse si ispiravano largamente alla concezione neo-liberista della politica economica ed erano improntate a due principi di fondo: in primo luogo, si richiedeva di adottare un atteggiamento nei confronti delle politiche macroeconomiche orientato alla prudenza fiscale; in secondo luogo, si richiedeva l'adozione di politiche improntate al liberismo sia nei rapporti internazionali (eliminazione di ogni vincolo alla libera circolazione di merci e, soprattutto, di capitali) sia nelle politiche interne (privatizzazione delle attività eventualmente gestite da imprese pubbliche, deregolamentazione dei mercati, con particolare insistenza sul mercato del lavoro, e garanzia dei diritti di proprietà). L'applicazione di questi principi ha aggravato le tendenze deflative dell'economia mondiale ma non ha evitato il verificarsi di crisi valutarie, che hanno prodotto conseguenze sociali estremamente pesanti,⁵⁷ screditando così le politiche proposte dallo *Washington Consen-*

⁵⁴ Si noti che nel periodo in cui fu operativo il sistema di Bretton Woods, i medesimi autori riescono ad individuare soltanto due crisi bancarie. In tale periodo si verificarono, ovviamente, cambiamenti dei valori di riferimento dei tassi di cambio, di solito svalutazioni, ma le procedure previste dal sistema furono di solito in grado di evitare che tali aggiustamenti sfociassero in crisi vere e proprie.

⁵⁵ La vicenda dell'Italia nel periodo 1988-1992 – un aumento del disavanzo delle partite correnti finanziato dall'indebitamento nei confronti dell'estero e culminato in una pesante svalutazione della lira (in misura superiore al 50% nei confronti del marco tedesco) - ne rappresentò un esempio paradigmatico.

⁵⁶ La crisi di molti paesi del sud est asiatico nel biennio 1997-98 ne fu l'esempio più evidente.

⁵⁷ La Banca Mondiale ha stimato che nei paesi dell'Asia dell'Est colpiti dalla crisi finanziaria del 1997-'98 la percentuale di poveri – persone che vivono con meno di un dollaro al giorno – che

sus. I sostenitori di tali politiche attribuiscono la responsabilità del loro fallimento alla protezione che i governi dei paesi che si stanno indebitando all'estero spesso esercitano a favore di strutture economiche troppo deboli per affrontare l'agitato mare della concorrenza internazionale. Sembra però evidente che le politiche neo-liberiste siano state applicate negli anni novanta del secolo scorso in modo troppo fiducioso nell'idea che privatizzazione e deregolamentazione dei mercati interni fossero sufficienti a trasformare settori prima dominati da monopoli pubblici in mercati concorrenziali ed efficienti. Ciò che è emerso chiaramente da queste esperienze è piuttosto che la formazione dei mercati è spesso un processo lento il cui risultato non è affatto scontato, e che quindi andrebbe sostenuto con adeguate politiche di costituzione e di sostegno delle istituzioni (formazione di *authorities* che controllino l'applicazione dei principi della concorrenza, promulgazione di leggi antimonopolistiche, ecc.) e che i processi di crescita abbisognano, per consolidarsi, di tempi molto più lunghi di quelli normalmente concessi dal credito internazionale.

4) DISTORSIONE DEFLAZIONISTICA SU SCALA MONDIALE.

Il fondamento dell'orientamento deflativo dell'economia mondiale risiede nel fatto che nell'insieme dell'economia mondiale non è possibile che si verifichino saldi di bilancia dei pagamenti diversi da zero, in quanto agli attivi di uno o più paesi debbono necessariamente corrispondere passivi di dimensioni eguali a carico di altri paesi. Ciò equivale a dire che nell'insieme dell'economia mondiale l'ammontare complessivo delle spese eguaglia il valore totale degli incassi, così come accade in qualsiasi economia "chiusa" (si consideri che, presa nella sua interezza, l'economia mondiale è di fatto un'economia chiusa). Se, come è accaduto in questi anni, una quota crescente di attività finanziarie, accumulate attraverso la costituzione di saldi attivi di parte corrente della bilancia dei pagamenti, è destinata dalle banche centrali di molti paesi alla costituzione di riserve di valuta internazionale di dimensioni crescenti, l'ammontare di spesa indirizzata all'acquisto di merci estere da parte di quei paesi rimane necessariamente al disotto degli incassi da essi ottenuti attraverso le vendite all'estero (la differenza essendo, appunto, impiegata nell'accumulazione di riserve di valuta internazionale). La tendenza deflativa che ne deriva per l'economia mondiale globalizzata ha reso sempre più difficile ai *policy maker* rendere compatibile piena occupazione ed equilibrio dei conti con l'estero, impedendo loro di mettere in atto politiche di sostegno della domanda di stampo keynesiano, come si è già detto. Questi limiti all'attuabilità delle tradizionali politiche espansive keynesiane non si applicano agli Stati Uniti, la cui moneta è la più largamente usata negli scambi internazionali, ma danno luogo al crescente debito con l'estero degli Stati Uniti. Nel resto del mondo i gestori delle politiche macroeconomiche cercano, nella misura del possibile, di ampliare le esportazioni, sia per sostenere la domanda interna sia per accumulare avanzi delle partite correnti con i quali costituire le riserve di valuta internazionale che reputano necessarie. I paesi che non riescono ad attuare strategie di sviluppo "tirate dalle esportazioni" perdono inesorabilmente terreno in una competizione mondiale sempre più dura.

era scesa tra il 1970 e il 1990 dal 60% al 20% della popolazione, è risalita al 40% nel 1999 per gli effetti reali prodotti dalla crisi (Cfr. Stiglitz, 1999).

In definitiva, il sistema di fluttuazione controllata non ha risolto nessuno dei problemi che avevano portato alla crisi del sistema di Bretton Woods: in questo lungo periodo di fluttuazione (più o meno) controllata permaneva il problema della fiducia nei confronti della valuta chiave del sistema, il dollaro; sul tema dell'aggiustamento, i *policy maker* nazionali hanno continuato ad incontrare difficoltà rilevanti nella soluzione del problema di rendere compatibili equilibrio interno ed equilibrio esterno. Infine, non è stato affatto garantito che l'enorme ammontare di liquidità fornita dai mercati finanziari internazionali sia stato indirizzato verso investimenti reali piuttosto che verso investimenti puramente finanziari. Per di più, il modo in cui il sistema monetario internazionale si è evoluto in questi anni ha favorito il verificarsi di pericolose crisi valutarie ed ha impartito una pericolosa distorsione deflativa all'economia mondiale, che è alla fine sfociata, nel 2007, in una crisi finanziaria mondiale. La crisi finanziaria mondiale esplosa nel 2007 è la conseguenza di questi sviluppi. Ne parleremo nel prossimo paragrafo; prima vediamo il problema di fondo che emerge dalle considerazioni svolte in questo capitolo.

8.2.6 Il problema di fondo del sistema monetaria internazionale: l'assenza di un sistema di governance adeguata a far fronte a situazioni di recessione mondiale

La storia del sistema monetario internazionale mostra come esso abbia proceduto per oltre un secolo attraverso aggiustamenti progressivi intesi a far fronte ai problemi che si sono man mano presentati. Per i suoi critici questi aggiustamenti sono stati lenti e insufficienti. E' però indubbio che ve ne siano stati. Limitandoci agli eventi dell'ultimo trentennio, il problema che è diventato via via più pressante è quello della *governance* di una economia mondiale la cui progressiva globalizzazione ha tolto, e continua a togliere, efficacia alle politiche di stabilizzazione macroeconomica e di regolamentazione e vigilanza del sistema bancario svolte dai singoli Stati-Nazione. Riguardo a questo problema, va sottolineato, in primo luogo, come il coordinamento tra le maggiori economie mondiali sia migliorato, in particolare grazie alle riunioni del G20 (gruppo dei Paesi più industrializzati del mondo, i cui ministri del tesoro e governatori delle banche centrali si riuniscono periodicamente, negli ultimi anni con cadenza semestrale)⁵⁸. La prima riunione, di un organismo informale che si proponeva di valutare come coordinare la gestione macroeconomica delle maggiori economie e che includeva soltanto cin-

⁵⁸ Del gruppo, costituito nel 1999 come risposta alla crisi valutaria del Sud-Est asiatico, fanno parte:

- Le 7 economie più ricche del mondo: in ordine alfabetico, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Regno Unito e Stati Uniti d'America.
- Le 4 nazioni emergenti (quelle che hanno sperimentato negli ultimi anni i tassi di crescita più rilevanti) comunemente indicate con l'acronimo BRIC: Brasile, Cina, India e Russia.
- 8 paesi rappresentativi del resto del mondo: in ordine alfabetico, Australia, Arabia Saudita, Argentina, Corea del Sud, Indonesia, Messico, Sudafrica e Turchia.
- L'Unione Europea.

que membri⁵⁹ (e assunse quindi il nome di G5) ebbe luogo nel 1974 e venne esteso a sette nazioni nel 1976⁶⁰ e a otto nel 1998⁶¹. La crisi finanziaria mondiale scoppiata a partire dalla metà del 2007 ha spinto ad allargarne la consistenza fino ad arrivare all'attuale G20. Nel 2009, nel quadro della, per ora, più completa proposta di riorganizzazione della *governance* del sistema monetario internazionale, l'ONU ha proposto di allargarlo a tutte le nazioni facenti parte dell'assemblea della Nazioni Unite (192), ovviamente cambiandone le modalità operative. In secondo luogo, le tre istituzioni nate a Bretton Woods, a contatto con una realtà di mercati finanziari che sono andati globalizzandosi, hanno modificato le loro modalità operative, adeguandole alle condizioni della globalizzazione per continuare a perseguire i loro obiettivi di liberalizzazione dei mercati internazionali (la WTO), di stabilizzazione del sistema dei pagamenti internazionali (il FMI, al quale è stato affiancato nel 2009, a seguito del G20 tenutosi in aprile a Londra, un organismo specifico, il *Federal Stability Board*,⁶² con l'obiettivo, comunque, di promuovere la stabilità del sistema finanziario internazionale "migliorandone il funzionamento e riducendone il rischio sistemico") e di sostegno allo sviluppo e alla riduzione della povertà dei paesi economicamente in ritardo (la Banca Mondiale).

La crisi finanziaria mondiale iniziata nel 2007 e la recessione che le ha fatto seguito, le cui caratteristiche saranno esaminate nel prossimo paragrafo, hanno però acuito l'esigenza di addivenire a un sistema di *governance* dell'economia globalizzata per evitare che la situazione economica mondiale non degeneri in una ripetizione degli eventi che fecero seguito alla crisi finanziaria del 1929. I molti progetti di riforma "dell'architettura finanziaria mondiale" (efficace espressione coniata nel 1998 dall'allora presidente degli Stati Uniti Bill Clinton) non hanno finora portato a risultati concreti; essi saranno passati in rassegna nel prossimo paragrafo.

Per giungere a una riorganizzazione completa del sistema economico e monetario internazionale occorrerebbe, comunque, risolvere i quattro problemi di fondo: (a) come coordinare la gestione delle politiche economiche dei vari paesi in modo da preservare l'equilibrio esterno di ognuno di essi senza costringerne alcuno a rinunciare per lunghi periodi all'obiettivo di sostenere l'economia nazionale; (b) come evitare che l'accumulo di riserve in valuta da parte di molte banche centrali impartisca all'economia mondiale la distorsione deflazionistica descritta in precedenza; (c) come evitare che i programmi di sviluppo dei paesi finanziariamente deboli non siano vanificati dalle crisi valutarie; (d) come evitare che l'accumulo di dollari nelle riserve ufficiali non mini la fiducia degli operatori finanziari nella valuta-guida del sistema, sia nel

⁵⁹ Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti d'America.

⁶⁰ Con l'aggiunta di Canada e Italia.

⁶¹ Anno a partire dal quale la Russia partecipa sistematicamente a queste riunioni. In alcune di quelle successive partecipò anche la Cina, per cui si poteva parlare di G9.

⁶² Nato come *Financial Stability Fund* nel 1999 con l'obiettivo di coordinare la cooperazione tra regolatori e autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali nel sistema finanziario internazionale.

caso in cui questa rimanga il dollaro statunitense sia se si arriverà alla decisione di integrarlo con altre o di sostituirlo con una vera e propria valuta mondiale.⁶³

La riflessione sull'evoluzione dei sistemi monetari internazionali, sintetizzata in questo paragrafo, ha comunque insegnato che la soluzione ai problemi del sistema dei pagamenti internazionali non sta nella contrapposizione schematica della dicotomia "cambi fissi/cambi flessibili", come ancora si pensava negli anni dell'abbandono del sistema di Bretton Woods, ma nell'individuazione dei fallimenti di mercato che via via si verificano e delle soluzioni più adeguate a contrastarli.

8.3 La crisi finanziaria mondiale 2007-2011 e i progetti di riforma dell'architettura finanziaria internazionale

Gli elementi di fragilità che il mercato finanziario internazionale era andato acquisendo nello svolgersi della globalizzazione finanziaria che si era sviluppata nei circa 25 anni compresi tra gli ultimi due decenni del XX secolo e i primi anni del XXI condussero a una situazione di *impasse* dei mercati finanziari mondiali nell'estate 2007 e a una vera e propria crisi finanziaria mondiale nel corso dell'anno successivo. Da essa scaturì, sul finire del 2008, una crisi reale che durò oltre un anno e che colpì l'intera economia mondiale assumendo caratteristiche che ricordavano l'inizio della terribile crisi che aveva sconvolto il mondo a partire dal 1929. La reazione dei *policy-maker* mondiali, che nel biennio 2009-2010 hanno avviato un tentativo di coordinare politiche macroeconomiche espansive ha evitato che la crisi toccasse livelli di intensità paragonabili a quelli di 70 anni fa. Superato il pericolo, tuttavia, il timido tentativo di coordinare la ripresa si è arenato nel 2011, quando il mondo è tornato a dividersi in quanto gli interessi nazionali spingevano le singole nazioni ad orientare le politiche economiche in direzioni divergenti, rischiando di mettere a rischio la definitiva uscita del mondo dalla crisi.

In questo paragrafo viene dapprima esaminato lo svolgimento della crisi e i lasciti che essa lascia in sospeso sul futuro dell'economia mondiale (paragrafi 8.3.1 e 8.3.2, il secondo dedicato in particolare alla situazione dell'Unione Europea). Viene poi ripresa e sviluppata, nel paragrafo 8.3.3 la riflessione sui progetti di riforma dell'architettura finanziaria internazionale, che è stata introdotta, in una prospettiva storica, nel paragrafo precedente e che viene completata esaminando e confrontando fra di loro le più rilevanti tra le proposte di modifica del sistema monetario internazionale che sono state formulate negli ultimi anni.

⁶³ Si noti come questi problemi non siano altro che il modo in cui si presentano nell'attuale fase storica le tre condizioni di fondo che ogni sistema monetario internazionale è chiamato a risolvere, e che sono già stati richiamati all'inizio di questo capitolo: l'aggiustamento, la fornitura di liquidità e la fiducia nella valuta internazionale.

8.3.1 *La crisi finanziaria mondiale*

I problemi che si erano andati accumulando nel trentennio della globalizzazione finanziaria, e che sono stati esaminati nel paragrafo 8.2, esplosero a metà del 2007, provocando una crisi finanziaria mondiale dalla quale il mondo non è ancora riuscito ad uscire del tutto 4 anni e mezzo dopo l'inizio della crisi.

Come si vide nel paragrafo 8.2 il lungo periodo della globalizzazione finanziaria aveva dato luogo a una sorta di equilibrio fortemente instabile. La rottura di tale equilibrio si verificò nel mercato finanziario mondiale, dove una lunga e persistente bolla era stata sostenuta da politiche monetarie espansive, attuate prevalentemente negli Stati Uniti d'America, i cui *policy maker* non si curavano minimamente del fatto che esse producessero aumenti dei prezzi delle attività finanziarie mobiliari e immobiliari, in quanto ritenevano, sulla scorta dell'insegnamento della "nuova macroeconomia classica" che l'unico obiettivo della politica economica fosse quello di evitare l'aumento dei prezzi delle merci e dei salari, e questi ultimi erano tenuti a bada dallo spostamento della produzione di una quota via via crescente di prodotti di consumo dai paesi ricchi, ad alti salari, verso i paesi emergenti, a bassi salari, che frenava la dinamica dei loro prezzi.

L'analisi svolta sin qui ci ha fornito l'indicazione che i mercati finanziari sono endemicamente soggetti al rischio che si verifichino crisi (spesso originate dall'improvviso mutare delle aspettative degli operatori, che reagiscono in misura eccessiva al mutare delle condizioni economiche provocando "bolle speculative", secondo lo schema che fu descritto nel paragrafo 7.1), nel corso delle quali i debitori non sono spesso in grado di restituire i prestiti che hanno ricevuto e, di conseguenza, i titoli finanziari che rappresentano tali debiti possono perdere, in parte o totalmente, il loro valore. Nel mercato finanziario mondiale il pericolo che si verifichino crisi finanziarie è più grande che in mercati finanziari nazionali chiusi ai rapporti con l'estero, in quanto la perdita di valore di un titolo può essere determinata non soltanto dalla mancata restituzione del prestito ma anche dal deprezzamento della moneta in cui tale titolo è stato emesso. Un ulteriore fattore che negli anni della globalizzazione finanziaria ha accresciuto il rischio di crisi finanziarie è stato la nascita e lo sviluppo dei titoli "derivati", in quanto l'eventuale insolvenza di un prestito si ripercuote su tutti i titoli che sono stati creati a partire da esso. Vediamo come.

Una crisi finanziaria è una situazione nella quale i titoli che fanno parte di un segmento del mercato non sono più vendibili, e quindi perdono la caratteristica della liquidità (in quanto il loro prezzo è ritenuto troppo alto dai possessori di ricchezza finanziaria e i loro possessori non possono disfarsene se non a prezzi decisamente inferiori rispetto a quelli pagati all'atto dell'acquisto, rischiando perdite in conto capitale di dimensioni tali che potrebbero portarli al fallimento). In particolare, ciò accade quando nel passato si è verificata una crescita dei prezzi dei titoli finanziari eccessiva rispetto al valore dei beni reali che essi rappresentano (tali situazioni sono tipiche delle "bolle speculative" che abbiamo esaminato nel capitolo 7) tale che nessuno, o ben pochi, degli investitori finanziari è ormai disposto ad acquistarli a quei prezzi. In questo caso una parte della liquidità che era presente nel mercato rimane "intrappolata", in quanto la liquidità che era stata impiegata nell'acquisto di quei titoli, e che aveva indotto lo

sviluppo della “bolla” viene “tesaurizzata” (non spesa né data a prestito), i prezzi dei titoli crollano e l’economia reale subisce le conseguenze sia della riduzione della liquidità (in particolare se il peso dei debiti spinge gli operatori a ridurre l’ammontare delle spese che avrebbero effettuato se avessero avuto a disposizione crediti sufficienti⁶⁴) sia della riduzione del valore della ricchezza finanziaria posseduta, che spinge gli operatori a risparmiare per ricostituire i patrimoni che si stanno riducendo, impedendo loro di effettuare spese che avrebbero altrimenti attuate. La crisi di liquidità è ulteriormente aggravata dal possibile blocco del mercato dei prestiti interbancari: gli operatori finanziari, non conoscendo appieno la solvibilità, cioè la possibilità di far fronte ai propri impegni finanziari, del resto del sistema cessano di farsi credito l’un l’altro, per paura che l’altro non sia in grado di restituire i prestiti. La situazione diventa, infine, disastrosa quando la crisi finanziaria dà origine a effetti cumulativi sia nel sistema finanziario (la banca che si trova di fronte a uno, o, più probabilmente, molti clienti insolventi non è in grado di restituire i prestiti che ha ottenuto da altre banche; si parla a quel punto di “effetto domino”) sia nell’economia reale (gli operatori che falliscono non sono in grado di ripagare i debiti contratti e mettono in difficoltà le banche e le altre imprese che glieli hanno concessi).

In definitiva una crisi finanziaria inizia sempre con una bolla speculativa, ma non è affatto detto che ogni bolla speculativa conduca a una crisi; anzi, nella maggior parte dei casi le fasi successive sopra delineate non si verificano e l’unico effetto della bolla è, come ebbe a dire Galbraith, il massimo studioso delle crisi finanziarie del secolo passato, l’effetto principale di una bolla speculativa è separare il danaro dagli sciocchi che non sanno investirlo adeguatamente. La “bolla” può però evolversi lungo tre fasi ulteriori di gravità crescente. La seconda fase è rappresentata dall’estendersi degli effetti della bolla a tutto il mercato finanziario, compromettendone la funzionalità; e siamo all’effetto domino che già è indicativo di una vera e propria crisi finanziaria. La crisi finanziaria può in seguito produrre effetti sull’economia reale e portare ad una situazione di recessione produttiva (se il PIL inizia a cadere e la caduta permane per qualche tempo⁶⁵); è questa la terza fase del processo. Il disastro si ha quando la recessione diventa cumulativa; è allora che si cade nella quarta fase della crisi, della quale si è avuto nella storia del capitalismo un solo esempio, ancorché terribile: la crisi dell’economia mondiale che fece seguito alla crisi finanziaria statunitense iniziata nell’ottobre 1929 e che si protrasse per un intero decennio per poi fare posto a una guerra di dimensione mondiale, della quale non fu l’unica causa, ma al cui verificarsi diede un contributo non irrilevante.

La crisi del mercato finanziario degli Stati Uniti (nota come crisi di Wall Street) che esplose nell’ottobre 1929 a seguito della caduta dei prezzi dei titoli quotati nel mercato finanziario di tale paese e produsse tendenze deflative disastrose, in primo luogo perché distrusse il sistema finanziario statunitense (oltre 10.000 banche americane andarono fallite in quegli anni) e, successivamente, quello di altri paesi (in Italia le maggiori banche furono nazionalizzate per evitarne il fallimento) e, in secondo luogo, perché la

⁶⁴ Questo punto fu indicato con forza da Fisher (1933) e ripreso da Keynes (1936, pag. 264).

⁶⁵ Convenzionalmente si ritiene di utilizzare il termine recessione produttiva per i casi in cui il PIL diminuisca per due trimestri di seguito.

riduzione delle spese provocò una generale caduta dei prezzi e dei salari che ebbe l'effetto di aggravare la recessione. Molte imprese fallirono in quanto con prezzi decrescenti non erano in grado di restituire i debiti che avevano contratto negli anni di espansione precedenti. Per di più, in tali condizioni investitori e consumatori tendevano a rinviare al futuro quote di spesa, prevedendo che salari e prezzi sarebbero continuati a scendere (cfr. Keynes, 1936, pagg. 262-263) e la propensione a spendere dei soggetti avvantaggiati dalla riduzione dei prezzi e dei salari – imprese, percettori di redditi fissi – era minore di quella dei salariati (Ibidem, pag. 262⁶⁶). Ad aggravare definitivamente la situazione dell'economia mondiale intervennero le politiche protezionistiche che i principali paesi, a partire dagli Stati Uniti, iniziarono ad attuare a partire dal 1930 nel tentativo di migliorare la propria situazione occupazionale attraverso l'aumento delle esportazioni e la riduzione delle importazioni ma che avevano l'effetto di deprimere la domanda aggregata e l'occupazione delle economie del resto del mondo, i cui *policy maker* reagivano adottando a loro volta politiche protezionistiche che produssero la situazione di *beggar-thy-neighbour* che fu esaminata nel capitolo 7. Il sommarsi di questi tre errori (politiche monetarie che non evitarono il crack dei mercati finanziari; assenza di interventi di sostegno della domanda e fede nella possibilità che la riduzione dei prezzi e dei salari potesse curarne gli effetti; politiche protezionistiche) fece sì che la crisi durasse così a lungo (il culmine fu raggiunto nel 1933, quattro anni dopo lo scoppio della bolla borsistica) e producesse effetti reali e costi così profondi.

A seguito di quegli eventi i *policy-maker* nazionali impararono ad evitare gli errori che avevano causato e progressivamente aggravato la crisi. In risposta ad essa nacque infatti le politiche economiche di breve periodo, consistenti nel sostegno della domanda aggregata attraverso politiche fiscali di aumento della spesa pubblica e politiche monetarie di riduzione dei tassi di interesse. Inoltre, già dagli anni trenta le banche centrali impararono ad evitare le crisi finanziarie nazionali, svolgendo le tre funzioni di: (a) vigilanza (sorveglianza) del mercato; (b) gestione della liquidità (con il decisivo ruolo di “prestatore di ultima istanza” nei casi in cui si verificavano subitanee riduzioni della liquidità che mettevano in pericolo anche gli istituti finanziari sani) e (c) stabilizzazione delle aspettative. Queste innovazioni - teorizzate all'epoca soprattutto da John Maynard Keynes ed applicate negli Stati Uniti dal presidente Franklin Delano Roosevelt e che furono battezzate con il nome, poi diventato famoso, di *New Deal* (“nuovo patto sociale”)⁶⁷ - hanno costituito successivamente la base sulla quale sono state costruite le politiche di gestione della macroeconomia e le regolamentazioni per la supervisione dei mercati finanziari finché questi ultimi sono stati organizzati su basi nazionali e che hanno accompagnato lo sviluppo economico del trentennio che ha fatto seguito alla seconda guerra mondiale dando vita al periodo di maggior sviluppo economico del mondo.

Al contrario, con l'avvento della globalizzazione finanziaria e la formazione di un mercato finanziario mondiale che ha avuto luogo nell'ultimo quarto del secolo appena

⁶⁶ Questo punto fu sostenuto con estremo vigore anche da Kalecki (1939).

⁶⁷ Si veda in particolare la lettera aperta che il primo inviò al secondo al secondo e che venne pubblicata dal New York Times il 31/12/1931, meno di due mesi dopo l'elezione di Roosevelt a presidente degli Stati Uniti e pochi giorni prima della sua effettiva entrata in carica.

trascorso le regolamentazioni dei mercati finanziari nazionali sono state smantellate senza che a ciò corrispondesse l'istituzione di una banca centrale mondiale in grado di svolgere le tre funzioni sopra indicate⁶⁸ e il mercato finanziario mondiale, lasciato a sé stesso e privo di qualsiasi regola, è stato oggetto di continue innovazioni, consistenti nell'introduzione di prodotti finanziari *derivati*. Un titolo "derivato"⁶⁹ è un'obbligazione emessa da un istituto finanziario con lo scopo di rientrare in possesso della liquidità impegnata in una o più operazioni di prestito, ponendo i prestiti sottostanti a garanzia dell'obbligazione e vendendola sul mercato finanziario. La creazione di prodotti finanziari derivati ha costituito la più rilevante innovazione⁷⁰ introdotta nel mercato finanziario mondiale negli ultimi venti anni.

In particolare, lo sviluppo dei titoli derivati ha permesso di trasformare la gran parte dei crediti detenuti da istituti di credito, società finanziarie, compagnie assicurative ed anche società commerciali in titoli negoziabili sui mercati finanziari mondiali. Il modo attraverso il quale questo risultato è stato raggiunto negli anni più recenti (attraverso operazioni, tecnicamente definite di "cartolarizzazione" dei crediti) è stato quello di fondere insieme un certo numero di crediti concessi da una o più banche, emettendo

⁶⁸ Va ricordato che Keynes sostenne la necessità di estendere la filosofia e le istituzioni preposte all'attuazione delle politiche di gestione della domanda, in primo luogo la banca centrale, dalle dimensioni nazionali al livello mondiale già in occasione della discussione che portò alla stesura degli accordi di Bretton Woods.

⁶⁹ Un titolo derivato è uno strumento finanziario il cui valore dipende dal valore di altri strumenti finanziari (che sono di solito definiti "titoli sottostanti"). La sottoscrizione di titoli derivati da parte di soggetti differenti da coloro che hanno emesso gli strumenti finanziari che sono all'origine del titolo derivato, da un lato, aumenta la liquidità disponibile nel mercato, in quanto i sottoscrittori degli strumenti finanziari sottostanti possono di nuovo disporre della liquidità investita e, dall'altro lato, riduce per colui che lo ha emesso il rischio derivante dalla possibilità che il titolo sottostante perda valore, trasferendolo agli operatori che sottoscrivono il titolo derivato. Per il sistema finanziario nel suo complesso il rischio rimane comunque invariato, essendo soltanto stato diviso tra più investitori anziché concentrato su uno solo.

Va anche sottolineato che il processo di trasferimento del rischio attraverso l'emissione di titoli derivati di solito non si ferma al primo passaggio ma continua, in quanto ogni titolo derivato può essere utilizzato come strumento sottostante all'emissione di altri titoli derivati, che diffondono ulteriormente il rischio tra platee sempre più numerose di investitori finanziari.

Negli ultimi anni si sono molto diffusi i derivati su crediti, che trasferiscono sui sottoscrittori del titolo derivato il rischio di insolubilità dei crediti concessi da uno o più intermediari finanziari. Lo strumento più diffuso tra i derivati sul credito è stato il cosiddetto *Credit Default Swap*, che trasferisce ad altri operatori il rischio che uno o più crediti diventino insolubili. Si tratta di fatto di una sorta di contratto di assicurazione per il prestatore contro il rischio di insolvenza del debitore. Il mercato dei *Credit Default Swap* è cresciuto in maniera vorticosa negli anni precedenti la crisi: il valore di questi titoli è aumentato dai poco più di 6.000 miliardi del giugno 2004 ai quasi 60.000 miliardi del giugno 2007 (un valore superiore all'intero PIL mondiale di quell'anno). La maggiore impresa di questo segmento del mercato, la AIG, è stata salvata dal governo statunitense, che gli ha ricomprato un'enorme quantità di titoli (a quel punto "tossici", cioè praticamente invendibili) evitandone il fallimento con un costo enorme per le finanze pubbliche.

⁷⁰ Per innovazione finanziaria si intende, come è stato già sottolineato nel capitolo 5, qualsiasi modifica delle modalità operative del mercato finanziario che permetta alle istituzioni e alle imprese in esso operanti di ampliare le dimensioni delle operazioni svolte senza dover dipendere dalle politiche di creazione di base monetaria delle autorità monetarie, nazionali e/o internazionali.

titoli obbligazionari garantiti da tali crediti e vendendoli poi agli investitori istituzionali e ai fondi speculativi (“*hedge funds*”) disposti ad assumersene i rischi. I titoli così costruiti potevano essere poi ulteriormente cartolarizzati, emettendo altre obbligazioni garantite dalle precedenti. Si riduceva così il rischio di insolvenza, che non era sopportato interamente da chi forniva il prestito ma era condiviso e ripartito tra i vari sottoscrittori dei titoli, primari e derivati, mentre rimaneva invariato il rischio complessivo dell’operazione e cresceva, essendo cresciuto l’ammontare di debiti complessivamente presenti nel mercato (al debito originario si sommavano i vari debiti “derivati”) il rischio complessivo (*sistemico*) sopportato da un mercato finanziario a causa dell’intrecciarsi di prestiti e debiti tra gli operatori finanziari innestando, come negli anni trenta del secolo precedente, un gigantesco *domino* nel quale l’insolvenza di un operatore sarebbe ricaduta a cascata su tutti quelli che avevano acquistato titoli coperti da quel prestito.

La diffusione dei prodotti finanziari derivati spiega l’enorme aumento delle transazioni finanziarie internazionali. Per di più, le istituzioni finanziarie che cartolarizzavano i crediti concessi ritornavano, vendendoli, in possesso di liquidità che utilizzavano per espandere ulteriormente i crediti concessi (si ampliava così la cosiddetta “leva finanziaria” degli istituti di credito - quantità di prestiti effettuati in proporzione al capitale posseduto - e aumentavano corrispettivamente i profitti da essi ottenuti).

Ma come ha potuto scatenarsi una crisi in un mercato così ampio (il mercato finanziario mondiale era, ed è, quello che più si avvicina al paradigma teorizzato dai fautori della globalizzazione e il motore che in questa fase storica ne sostiene la crescita) e con operatori dai livelli di professionalità (e di retribuzioni) invidiati dall’intera compagine sociale? La risposta va ricercata nell’intreccio che si venne a determinare tra il comportamento degli istituti di credito e le politiche monetarie nella fase di vorticosa espansione della liquidità appena descritta.

Le politiche monetarie attuate dalla banca centrale degli Stati Uniti (*Federal Reserve Bank*) negli ultimi 20 anni sono state in effetti quasi sempre di tono fortemente espansivo per varie cause. Negli anni novanta del secolo scorso per sostenere un’espansione dei mercati finanziari che andava via via assumendo ritmi di crescita assai più sostenuti di quelli dell’economia reale. All’inizio del nuovo secolo per evitare che l’incertezza e le preoccupazioni derivanti dalla crescita del terrorismo internazionale (in particolare dopo i fatti dell’11 settembre 2003) potesse influenzare negativamente le aspettative dei mercati e produrre caduta delle borse e recessione. Non va, inoltre, dimenticato che gli Stati Uniti sono spesso incorsi in disavanzi dei conti pubblici e in disavanzi delle partite correnti della bilancia dei pagamenti che hanno dato luogo all’accumularsi di un debito pubblico e di un debito nei confronti del resto del mondo crescenti; in queste situazioni riuscire a mantenere bassi i tassi di interesse evitando che il peso degli interessi appesantisse entrambi i debiti era per i gestori delle politiche monetarie statunitensi praticamente un obbligo. L’effetto delle politiche monetarie espansive è stato ampliato a dismisura dalle condizioni di allentamento dei controlli sulla finanza che si andavano verificando con l’estendersi della globalizzazione finanziaria e dall’espansione delle innovazioni finanziarie. In queste condizioni si sono prodotte nell’ultimo decennio almeno due bolle speculative di dimensioni rilevanti: la prima ha riguardato, come si è appena detto, i titoli legati alle tecnologie informatiche ed ha avu-

to luogo negli anni a cavallo tra il XX e il XXI secolo. Ad essa la *Federal Reserve Bank* reagì aumentando vieppiù la liquidità e producendo la successiva “bolla” dei prestiti subprime⁷¹, che ha portato alla crisi finanziaria mondiale.

In assenza di bolle speculative ampliamento del mercato e diversificazione dei titoli, le due caratteristiche distintive del processo di globalizzazione finanziaria, sono le due condizioni che teoricamente rendono efficienti e mercati finanziari. Un primo elemento che avrebbe però dovuto far sorgere qualche dubbio nei *policy-maker* monetari risiedeva nel fatto che quando i crediti sono cartolarizzati diventa sempre più difficile rendersi conto della solvibilità del debito sul quale è stata costruita la piramide di derivati ma soprattutto nel fatto che l'intreccio e la condivisione del rischio da parte dei principali attori del sistema finanziario (che non sono poi molti; si pensi che oltre il 90% delle operazioni mondiali in titoli derivati è attuata da 10 grandi istituzioni finanziarie)⁷² faceva nascere in essi la consapevolezza che l'eventuale crisi del sistema avrebbe comunque comportato danni di tale entità, al limite la paralisi dell'economia mondiale, che per salvarle i *policy maker* di tutto il mondo non avrebbero esitato a riversare sul mercato finanziario qualsiasi cifra fosse stata necessaria, come è poi puntualmente avvenuto, in quanto esse erano “troppo grandi per fallire”. Ciò dava luogo a una situazione di “azzardo morale” di dimensioni mai viste prima. Su queste basi le banche operanti nel mercato finanziario “globale” (attuando la cartolarizzazione) stavano allegramente dimenticando, o facendo finta di dimenticare, addirittura “il primo principio della gestione del rischio: che la diversificazione funziona soltanto quando i rischi non sono

⁷¹ Le bolle speculative che si sono sviluppate nel primo decennio del XXI secolo sono state peraltro moltissime, a partire dagli enormi aumenti dei prezzi del petrolio, dell'oro e di molte altre materie prime (molto spesso rafforzato dall'interazione tra contratti a pronti, contratti a termine e contratti derivati). Il prezzo del petrolio è progressivamente aumentato a partire dal 2005, passando dai circa 30 dollari al barile medi del quinquennio 2000-2004 al picco di 147,27 dollari al barile fatto segnare l'11 luglio 2008, per poi scendere stabilizzandosi intorno ai 100 dollari al barile anche durante la recessione. (Normalmente nei periodi di recessione i prezzi delle materie prime si riducono). Alla base di questo aumento del prezzo ci sono fenomeni economici concreti come l'aumento della domanda di materie prime connessa al rapido sviluppo economico di alcuni grandi paesi, soprattutto Cina e India, e la rarefazione dell'offerta conseguente alla situazione politica del medio oriente; c'è però da notare che tra il 2004 e il mese di aprile 2008 il mercato dei *futures* sul petrolio si è quasi quadruplicato, passando da circa 500 a quasi 2000 milioni di barili al giorno, contro scambi effettivi di petrolio di circa 200 milioni di barili giornalieri. La funzione dei contratti a termine è, come si è detto nel paragrafo 5.1, quella di coprire i rischi derivanti da scambi futuri previsti, ma, come è stato anche notato, in mercati e in tempi turbolenti la speculazione può facilmente sostituirsi all'arbitraggio e alla copertura dei rischi.

Un enorme aumento si è verificato anche riguardo al prezzo dell'oro, passato, praticamente senza interruzioni, dai 250,7 dollari per oncia dell'agosto 1999 ai 1.881,4 raggiunti nell'agosto 2011, con un ritmo di crescita via via più spedito man mano che si acuiva la crisi finanziaria mondiale, a riprova della funzione di bene-rifugio, spesso in connessione con l'evasione fiscale, da esso svolta.

⁷² Per la precisione, si tratta di 5 società d'affari (Goldmann Sachs, J. P. Morgan, Bank of America, Citybank e Hsbc USA) e 5 grandi banche (Deutsche Bank, UBS, Credit Suisse, Cyticorp-Merril Lynch e Bnp-Paribas). Questi dati si riferiscono al primo trimestre 2011. Si tratta, quindi, di un mercato estremamente concentrato, le cui dimensioni (466.000 miliardi di dollari nel 2010) rimangono, anche dopo la crisi, sproporzionatamente più elevate rispetto all'economia reale (il PIL mondiale dell'anno 2010 ammonta a poco più di 70.000 dollari).

correlati tra loro e che gli shock macroeconomici non hanno alcun effetto sulla capacità di ripagamento dei debiti” (Stiglitz, 2008). Al contrario, i titoli cartolarizzati non sono affatto indipendenti gli uni dagli altri, in quanto, non essendo facilmente distinguibili i crediti dai quali traggono origine, non è possibile agli investitori individuare il mix di rendimenti e rischio che ritengono adeguato alle loro esigenze. Così nelle fasi in cui il mercato finanziario mondiale cresce tranquillamente il rischio viene percepito come assai limitato da tutti i partecipanti; non appena, però, si incappa in una fase di turbolenza, la percezione del rischio da parte degli investitori, non essendo misurabile per un’ampia quota dei titoli posseduti, cambia di colpo, reagendo in misura spesso esagerata rispetto alla situazione effettiva. E’ probabilmente questo che si è verificato con lo scoppio della bolla immobiliare statunitense nell’agosto 2007 che ha avviato la crisi finanziaria ancora in corso di svolgimento. Essa nacque dall’eccessivo aumento dei prezzi degli immobili negli Stati Uniti che ebbe luogo tra il 2002 e il 2006 come conseguenza dell’avvio da parte della Federal Reserve Bank degli Stati Uniti di una robusta politica di espansione monetaria indirizzata al sostegno della domanda e svolta attraverso l’immissione di forti quantitativi di moneta nei mercati finanziari con lo scopo di spingere i tassi di interesse verso il basso. In questo modo la Federal Reserve si proponeva di contrastare gli effetti deflativi della precedente bolla speculativa dei titoli, soprattutto quelli legati all’informatica e alla new economy (i cui corsi erano aumentati a dismisura negli ultimi cinque anni dello scorso secolo e stavano riducendosi all’inizio del successivo) e il pericolo che gli attentati dell’11 settembre 2001 avessero effetti depressivi sull’economia statunitense e mondiale.

La crisi finanziaria scoppiò in un segmento limitato del mercato finanziario mondiale, quello dei prestiti per l’acquisto di case negli Stati Uniti d’America nel quale nei primi anni del nuovo secolo i prestiti venivano concessi con grande facilità e senza preoccuparsi troppo che il richiedente fosse in grado di ripagare il debito. Il credito facile produsse un rilevante aumento della domanda di case e i prezzi di queste ultime presero a salire rapidamente. Si veniva così a creare una bolla che spingeva le banche a continuare a prestare e i consumatori a richiedere altri mutui nella convinzione che la garanzia di tali prestiti fosse proprio l’aumento dei prezzi che si stava verificando. Le case aumentavano di valore e i mutui sottoscritti erano percepiti dai consumatori anche come un modo per lucrare i guadagni del boom dei prezzi degli immobili in corso ed erano considerati dalle banche come la garanzia che se le rate non fossero state saldate, la vendita delle case avrebbe comunque coperto il costo del prestito.

L’effetto della caduta dei tassi di interesse non fu però quello sperato di rilanciare gli investimenti reali ma piuttosto quello di rendere poco costosa la concessione di mutui per l’acquisto di case, che comunque lo stato agevolava. Le fasi della bolla furono le solite: la richiesta di mutui da parte delle famiglie aumentò e le banche, insieme a molte altre istituzioni finanziarie, la sostennero fornendo credito anche alle famiglie che non fornivano garanzie sufficienti di essere in grado di restituire i debiti che stavano contraendo (questi mutui sono normalmente definiti “subprime”⁷³) ed espansero il

⁷³ Con l’espressione “subprime” si intendeva dire che essi erano concessi a condizioni inferiori rispetto a quelle minime di garanzia che le banche avrebbero applicato se avessero dovuto sostenere appieno il rischio del credito che stavano concedendo. Tale rischio era invece ripartito con il resto del sistema finanziario attraverso la cartolarizzazione dei mutui.

credito al massimo cartolarizzando i mutui concessi per rifornirsi di sempre nuova liquidità.

A metà del 2007 la bolla speculativa scoppiò: un numero abbastanza consistente di famiglie che avevano ottenuto mutui “subprime” non erano più in grado di pagare le rate; la loro insolvenza portò alla caduta dei prezzi dei titoli derivati che erano stati costruiti sulla base di questi mutui; le istituzioni finanziarie che li avevano acquisiti subirono pesanti perdite la cui entità non era immediatamente visibile in quanto non era chiara la solvibilità dei crediti sulla base dei quali i titoli erano costituiti; in queste condizioni l’incertezza aumentava e le banche in eventuale difficoltà non riuscivano più a procurarsi i fondi di cui avrebbero avuto bisogno nel mercato del credito interbancario in quanto nessuno, e in particolare nessun’altra istituzione creditizia, voleva fornirglieli per la paura che esse potessero fallire a seguito delle possibili insolvenze. Si bloccò il credito interbancario, necessario per stabilizzare la normale funzionalità del mercato; si produceva così l’effetto domino e l’illiquidità si diffuse dal mercato dei mutui “subprime” agli altri comparti del mercato finanziario.

Le banche centrali degli Stati Uniti e del Regno Unito, il cui mercato del credito internazionale è quasi altrettanto ampio e, soprattutto, fortemente interrelato con il primo, intervennero immediatamente per evitare una ripetizione degli eventi del 1929, salvando dal fallimento alcune tra le maggiori banche mondiali;⁷⁴ negli Stati Uniti, i *policy-maker* sono intervenuti anche a sostegno dell’AIG (la società di assicurazione che si era maggiormente impegnata nella sottoscrizione di *Credit Default Swap*) e di altre istituzioni finanziarie impegnate nella concessione di mutui immobiliari⁷⁵ mettendo in atto un massiccio acquisto dei titoli, in primo luogo quelli provenienti dalla cartolarizzazione dei mutui immobiliari, il cui valore sarebbe altrimenti crollato sulla scia della riduzione dei prezzi degli immobili e dei casi di insolvenza che man mano si verificavano (per questi titoli fu inventato all’epoca il soprannome di “tossici”, a richiamo degli effetti che avrebbero avuto sui bilanci delle banche che non fossero riusciti a sbarazzarsene). Questi interventi hanno evitato che gli operatori finanziari, soprattutto i possessori di depositi bancari, fossero presi dal panico e cominciassero a richiedere affannosamente il rimborso dei loro crediti e, in secondo luogo, che il fallimento di istituti finanziari di tali dimensioni e la caduta dei valori dei titoli “tossici” scatenassero l’effetto domino ma non riuscirono ad evitare una prima brusca caduta dei corsi dei titoli finanziari: l’indice Dow Jones del mercato di Wall Street (New York) cadde dal valore massimo raggiunto a settembre 2007 (14.164,53 punti) a livelli oscillanti intorno agli 11.800 punti 12 mesi dopo, con una perdita del 16,9% rispetto a undici mesi prima; ancora più pesanti furono le perdite che si verificarono negli altri mercati borsistici, di dimensioni più ridotte rispetto a quello americano. Per fare soltanto alcuni esempi,

⁷⁴ Dapprima la Northern Rock nel Regno Unito e la Bear Sterns negli Stati Uniti, successivamente altre.

⁷⁵ Il ministero del Tesoro degli Stati Uniti fornì anche rilevanti mezzi finanziari a due istituti che avevano finanziato e assicurato mutui immobiliari: la Fanny Mae (istituto creato all’epoca della grande depressione degli anni trenta per iniziativa pubblica e poi privatizzato, ma sempre ritenuto far parte dell’area dell’intervento sociale pubblico) e la Freddy Mac. In alcuni stati è stato evitato, anche qui con danaro pubblico, il fallimento delle banche specializzate nella concessione di mutui immobiliari: il caso più rilevante fu quello della Indy Mac in California.

l'indice FTSE di Londra perse nello stesso periodo il 17,9%, il Dax di Francoforte il 21,25% e il Mibtel di Milano il 31,4%.⁷⁶ La caduta di valore della ricchezza, mobiliare e immobiliare, anche se sino all'agosto 2008 non fu particolarmente elevata, cominciò progressivamente a produrre effetti sull'economia reale: i consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese inizialmente rallentarono, poi presero a ristagnare e, man mano che alla riduzione della ricchezza si sommarono gli effetti della rarefazione del credito, che frenava le spese delle famiglie e delle imprese che richiedevano prestiti, e l'afasia dei mercati finanziari, che colpiva le imprese che non riuscivano ad emettere titoli, a decrescere.

A metà del 2008 la crisi finanziaria cominciava già ad entrare nella terza fase, e cominciavano ad apparire i primi segni di crisi dell'economia reale, che si scatenò però in tutta la sua forza quando i *policy-maker* statunitensi decisero di non intervenire a sostegno della Lehman Brothers, una delle maggiori banche del paese, e la banca fallì il 14 settembre 2008. Questa decisione ebbe l'effetto di produrre un'ondata di panico nel sistema finanziario mondiale.

Non è rilevante conoscere i motivi per i quali i *policy-maker* statunitensi non intervennero a salvare la Lehman Brothers come avevano fatto pochi mesi prima con la Bear Sterns; probabilmente ritenevano che un singolo caso di fallimento bancario, benché si trattasse di una delle sei maggiori banche degli Stati Uniti, non avrebbe avuto effetti dirimpenti sul mercato ed avrebbe lanciato un monito agli operatori finanziari, spingendoli a darsi da fare per risolvere i loro problemi senza affidarsi supinamente al sostegno pubblico. Ma ciò non avvenne. La reazione dei mercati fu subitanea: si bloccò di fatto il comparto dei prestiti interbancari, in quanto le banche, non fidandosi più le une delle altre, per paura di prestare ad operatori che avrebbero potuto non essere in grado di restituire i debiti, smisero di prestare del tutto e l'intero mercato finanziario mondiale cadde in una crisi di liquidità di dimensioni mai viste in precedenza.⁷⁷

L'indicatore più evidente della gravità della crisi finanziaria susseguente al fallimento della Lehman Brothers fu la caduta dei corsi azionari che ebbe luogo nelle borse di tutto il mondo nei mesi successivi. L'indice Dow Jones cadde da livelli che sfioravano gli 11.800 punti nei primi giorni di settembre 2008 a un minimo di 6.547,05 all'inizio di marzo 2009: una caduta di circa il 45% in meno di sette mesi che, unita alla riduzione che si era avuta nell'anno precedente, portava l'indice a più che dimezzarsi in 18 mesi (la caduta percentuale tra i valori massimi e minimi toccati all'inizio e alla fine di questo periodo ammontò al 53,8%) ricalcando i ritmi della caduta di Wall Street nei 18 mesi susseguenti all'ottobre 1929 (le altre borse mondiali mostrarono *performance* ancora peggiori. Gli effetti reali della crisi finanziaria si manifestarono ben presto: la crescita del PIL mondiale si contrasse ovunque, e, a partire dagli ultimi due trimestri del 2008, divenne negativa nella maggior parte dei paesi sviluppati. Il PIL continuò a ridursi in misura considerevole per tutto il 2009 – nella media dei paesi sviluppa-

⁷⁶ Come era facile prevedere, quelli che hanno perso di più sono stati i mercati più piccoli, e quindi considerati più rischiosi dagli investitori, e quelli nei quali era più elevata la presenza di titoli bancari.

⁷⁷ Almeno per quanto riguarda l'esperienza dalla fine della seconda guerra mondiale in poi. Non ci azzardiamo a tentare confronti con la situazione immediatamente successiva al 1929, stante l'enorme differenza delle caratteristiche istituzionali dei due periodi.

ti la caduta fu nel 2009 mediamente del 3,8% in termini reali,⁷⁸ con punte di - 6,3% in Giappone, - 4,9 nel Regno Unito e - 4,1% nell'area dell'euro (negli Stati Uniti la caduta fu più contenuta, ma comunque non irrilevante: - 2,6%) - e il tasso di disoccupazione a crescere. (Tra la metà del 2007 e la fine del 2009 il tasso di disoccupazione mondiale è quasi raddoppiato, passando da poco più del 4% a quasi l'8%). Gli effetti reali della crisi furono ampliati in misura assai rilevante dalla drastica diminuzione del commercio mondiale, che si ridusse, in termini reali, di quasi il 12% nel 2009, estendendo il contagio della crisi dai paesi inizialmente colpiti (che erano quelli nei quali si era sviluppata la bolla immobiliare: Stati Uniti, ma anche Regno Unito, Spagna, Irlanda e altri) a tutto il resto del mondo (colpendo soprattutto i paesi i cui modelli di sviluppo erano maggiormente dipendenti dalle esportazioni e/o i cui sistemi produttivi erano condizionati dalle importazioni, in particolare di materie prime).

La gravità della situazione fu immediatamente percepita dai *policy-maker* i quali, nel tentativo di evitare una riedizione della crisi degli anni trenta, decisero di coordinare i loro interventi a sostegno della domanda mondiale e decisero anche di sostenere il sistema bancario ad ogni costo (si diffuse così il dogma secondo il quale le banche di grandi dimensioni non potevano fallire) riuscendo a bloccare l'evolversi della crisi, ma pagando dei prezzi piuttosto elevati che peggiorarono lo stato dei bilanci pubblici.

Gli interventi che vennero attuati tra l'ultimo trimestre del 2008 e l'intero 2009 furono principalmente orientati all'adozione di politiche monetarie estremamente espansive: i tassi di interesse ufficiali furono dovunque ridotti: negli Stati Uniti e in Giappone raggiunsero valori che superavano lo 0% soltanto di pochi decimali, nel Regno Unito furono fissati allo 0,50% e nell'area euro all'1%. Ma, come sempre succede in condizioni recessive, anche un livello nullo del tasso di interesse non era sufficiente a spingere gli operatori a spendere (gli eventuali prestiti ottenuti erano piuttosto utilizzati per restituire i debiti). Le politiche monetarie espansive si sostanziarono quindi principalmente nell'acquisto diretto da parte delle banche centrali, soprattutto quelle degli Stati Uniti e del Regno Unito, dei titoli invendibili ("tossici"), per fornire liquidità agli intermediari creditizi, sia pure al prezzo di appesantire il portafoglio delle banche centrali.⁷⁹ Queste ultime operazioni furono definite "*quantitative easing*" ("facilitazioni

⁷⁸ In molti paesi emergenti non si assistette a una caduta ma piuttosto a un sensibile rallentamento dei tassi di crescita: nei principali tra essi (Brasile, Cina, India e Russia) si passò da un ritmo di crescita medio che aveva raggiunto l'8% nel biennio 2006-2007 a una crescita media inferiore al 2% nel 2009.

⁷⁹ Nel Regno Unito le dimensioni di tali operazioni nel 2009 triplicarono rispetto ai due anni precedenti; successivamente la Banca d'Inghilterra ha dovuto ampliare progressivamente gli acquisti dei titoli di stato sino ad arrivare, nel 2011, a comprare l'80% dei titoli di nuova emissione. Negli Stati Uniti il piano ufficiale di ricapitalizzazione delle banche attraverso il *Troubled Asset Relief Fund, TARP*, avviato già nell'ottobre 2008, fu inizialmente dotato di 700 miliardi di dollari, una cifra di per se già assai consistente, più del 5% del PIL nazionale, ma negli anni successivi la *Federal Reserve* è intervenuta in misura molto superiore, dando adito a stime del suo intervento complessivo a favore degli intermediari finanziari, in termini non solo di acquisto di titoli tossici e prestiti alle grandi banche ma soprattutto di garanzie fornite, che in qualche caso hanno raggiunto livelli enormi: ad esempio, la *Federal Reserve* ha quantificato il costo di tali interventi in 1.200 miliardi di dollari, mentre il *Government Accountability Office* lo ha stimato in 16.000 miliardi (un cifra superiore all'intero PIL statunitense) e istituti universitari

creditizie quantitative”). Poiché il costo di questi interventi era a carico dell'erario ciò comportava, da un lato, un aumento sostanziale dei disavanzi di bilancio e dei debiti pubblici e, dall'altro lato, riempiva le casse delle banche centrali di titoli il cui valore era comunque difficile da misurare⁸⁰ e che non sarà facile rivendere sul mercato quando, terminata la penuria di liquidità, le banche centrali riprenderanno ad attuare politiche monetarie meno espansive.

L'intervento pubblico coordinato svolto nel biennio 2008-2009 non si limitò all'attuazione di politiche monetarie espansive ma comportò anche misure fiscali espansive di dimensioni non irrilevanti. Anche in questo caso gli interventi di maggiori dimensioni furono quelli programmati negli Stati Uniti d'America: una stima delle dimensioni degli stimoli fiscali approvati tra l'ultimo trimestre del 2008 e il primo del 2009 e che furono spesi nel corso dei due anni di recessione li quantifica in poco più di 800 miliardi di dollari, una cifra pari al 5,5% del PIL degli Stati Uniti; interventi fiscali di dimensioni oscillanti tra il 2 e il 4% del PIL nazionale furono attuati anche dalla Germania, dal Giappone, dal Canada e dalla Spagna; in altri paesi, tra i quali l'Italia, lo stimolo fiscale fu affidato ai cosiddetti “stabilizzatori automatici” (aumento della spesa pubblica a favore dei gruppi sociali colpiti dalla crisi, tipicamente i lavoratori disoccupati e le imprese in difficoltà, e riduzione delle entrate pubbliche derivanti dalle imposte sui redditi, a causa della riduzione di questi ultimi). Anche questi interventi andarono ad accrescere i disavanzi e i debiti pubblici di molti paesi, sia pure per dimensioni neanche lontanamente comparabili con quelle delle misure di sostegno dei sistemi finanziari. Mediamente i disavanzi di bilancio sopportati dalle economie avanzate superarono l'8% del loro PIL complessivo nel 2009 e il 6% nel 2010; di conseguenza la crescita del rapporto tra debito pubblico e PIL crebbe, in questi paesi, di circa il 20% (all'aumento del numeratore va infatti aggiunta la riduzione del denominatore).

Misure fiscali relativamente molto più consistenti furono adottate dai paesi emergenti: la Cina mise in atto un pacchetto di stimoli fiscali anti-crisi del valore di quasi 600 miliardi di dollari, pari al 19% del PIL cinese, il Brasile spese nei due anni oltre 150 miliardi di dollari, una cifra pari al 15% del suo PIL, e la Russia spese all'incirca 100 miliardi di dollari, pari all'8% del PIL.⁸¹ I paesi emergenti poterono impegnarsi in politiche fiscali così espansive sia perché partivano da livelli del debito pubblico abbastanza limitati sia perché la crisi rallentò la loro crescita economica ma non produsse effetti recessivi veri e propri. Il risultato fu però che anche grazie a questi stimoli i paesi emergenti ripresero a crescere a ritmi elevati e già nel 2010 si lasciarono praticamente alle spalle la recessione.

Un ultimo gruppo di interventi di politica economica riguardò i tentativi di ripristinare un certo grado di controllo e di supervisione sulle istituzioni finanziarie che furono proposti nelle riunioni del G-20 nel 2009 e che esamineremo nel paragrafo 8.3.3 in quanto si inquadrano nei programmi di rinnovamento dell'architettura finanziaria in-

a livelli più elevati, arrivando alla fantasmagorica cifra di 29.300 miliardi (cfr. Felkerson, 2011, e Wray, 2011).

⁸⁰ E' per questo che le stime sul costo complessivo degli interventi di “quantitative easing” differiscono così tanto.

⁸¹ Questi dati provengono dall'analisi svolta da Ninni (2009) sulle politiche fiscali effettuate in questi anni.

ternazionale, anche se va detto fin da subito che su questo terreno non sono stati raggiunti alla data attuale grandi risultati.

Gli interventi pubblici scongiurarono il pericolo che la crisi finanziaria sfociasse in una crisi economica devastante, come era stata quella del 1929. Sul terreno finanziario gli indici di borsa si risollevarono dai minimi che avevano toccato nel primo trimestre del 2009: il Dow Jones risalì dal minimo di 6.547,05 punti di inizio marzo 2008 ritornando a livelli superiori agli 11.000 punti a maggio 2010 e toccando un nuovo massimo relativo di 12.810,54 punti dodici mesi dopo.⁸² (Un valore che comunque si situava ancora oltre 1.300 punti, quasi il 10%, al disotto dei massimi del settembre 2007). Sul terreno dell'economia reale, i redditi nazionali hanno ripreso a crescere nel 2010 (il PIL degli Stati Uniti del 2,9%, recuperando gli effetti della caduta dell'anno precedente; quello dei paesi dell'area euro dell'1,8%, rimanendone lontano, così come il Giappone. La ripresa del Regno Unito fu ancora più debole, + 1,3%, e il PIL rimase sensibilmente più basso rispetto ai livelli del 2007, essendosi ridotto del 5% tra l'ultimo quarto del 2008 e la fine del 2009). Ancora deboli e lontani dai livelli pre crisi sono rimasti il commercio mondiale (cresciuto di poco più dell'1% nel 2011, dopo la caduta di quasi il 12% dell'anno precedente) e i livelli occupazionali (il tasso di disoccupazione è ulteriormente aumentato in molti paesi avanzati per gli effetti ritardati della crisi e per il non elevato ritmo della ripresa). Al contrario, come si è già accennato, i paesi emergenti sono ritornati già nel 2010 ai livelli di crescita pre crisi: il PIL cinese è aumentato del 10,3% (in realtà era già aumentato di oltre il 9% annuo in entrambi gli anni della recessione); quello brasiliano, che era caduto dello 0,6% nel 2009, crebbe nel 2010 del 7,5%; in India, Singapore e Taiwan la crescita del PIL nello stesso anno superò il 10%, in Argentina raggiunse il 9,2% e in Turchia l'8,9%.

Nel 2010 l'economia mondiale evitò il baratro che si sarebbe aperto con la caduta nella quarta fase della crisi economica e finanziaria. A quel punto si profilava l'esigenza di avviare una "*exit strategy*" (una strategia di uscita dalla crisi e di ritorno alla crescita). Ma, mentre di fronte al pericolo della crisi i *policy-maker* mondiali erano riusciti a trovare un livello di coordinamento che lasciava ben sperare per la costituzione futura di una *governance* della globalizzazione, passato il pericolo, nel 2010 il coordinamento fu abbandonato e ogni paese proseguì sulla sua strada attuando le misure più consone, ad avviso dei suoi *policy-maker*, rispetto alla situazione nazionale. La differenza più rilevante tra le varie situazioni nazionali era costituita dal livello del debito pubblico. Nelle economie sviluppate la ripresa era iniziata ma seguiva ritmi più ridotti di quelli che avevano caratterizzato i decenni precedenti; nel contempo il debito pubblico aveva raggiunto in tutta quest'area livelli elevati, mediamente pari ai PIL nazionali, ma variamente differenziati al loro interno: il Giappone, alle prese da circa 20 anni con una crisi finanziaria nazionale che traeva origine da una situazione di trappola della liquidità ormai endemica, aveva raggiunto un rapporto tra il debito pubblico e il

⁸² Anche gli indici delle altre borse valori mondiali aumentarono in questo periodo, ma i ritmi della loro ripresa sono stati anche in questo caso inferiori. Successivamente, si sono acuite le differenze tra le *performance* della borsa statunitense e quelle di molti altri paesi: per fare un solo esempio, nel 2011 mentre l'indice Dow Jones è cresciuto, sia pure di poco meno del 5%, l'indice della borsa di Milano si è ridotto di circa il 29%.

PIL superiore al 220% (ma, come era sempre accaduto nei periodi precedenti, riusciva a finanziare il debito con risparmio nazionale e non incorreva in vincoli provenienti dall'estero); negli Stati Uniti il rapporto debito/PIL era salito nel biennio 2008-2010 da livelli di poco inferiori all'80% a livelli che si approssimavano al 100%; nell'area dell'euro il rapporto, che, sulla base del trattato di Maastricht, non avrebbe dovuto superare il 60% del reddito, aveva raggiunto l'88%, livello peraltro ampiamente superato da molti paesi membri: in primo luogo l'Italia, paese nel quale il rapporto toccava il 120% (anche se il debito pubblico non stava aumentando di molto e la crescita del rapporto era determinata principalmente dalla riduzione del PIL) seguita dalla Grecia (il cui debito stava rapidamente aumentando a causa di un disavanzo pubblico in continua espansione)⁸³ e, livelli superiori al 100%, anche se un poco inferiori a quelli di Grecia e Italia, ma rapidamente crescenti, dall'Irlanda e dal Portogallo. Il secondo problema con il quale i paesi sviluppati si dovevano, e si debbono tuttora, confrontare era cosa fare dei titoli "tossici" che comunque si erano accumulati nei bilanci delle loro banche centrali. Il terzo era una ripresa produttiva che procedeva con ritmi piuttosto ridotti e che, in molti casi, all'inizio del 2011 lasciava il PIL nazionale al di sotto di quello di 4 anni prima. Le maggiori difficoltà ad avviare una *exit strategy* efficace sono state in quest'anno incontrate dai paesi europei.

I paesi emergenti non erano invece sfiorati da nessuno dei due problemi; in particolare, il debito pubblico, grazie ai ritmi di sviluppo che in essi si verificavano, risultava lievemente decrescente e comunque mediamente non superiore al 50% del PIL e lasciava, di conseguenza ampi margini per l'attuazione di politiche di sostegno della domanda interna.

Concluderemo quindi la nostra riflessione con due paragrafi indirizzati, rispettivamente, a una riflessione sui problemi incontrati oggi dall'Unione Monetaria Europea e a una esposizione dei limiti che incontrano oggi le proposte di adozione di una *governance* economica mondiale, l'unica possibile, sempre ad avviso di chi scrive, per governare una globalizzazione mondiale che si è trovata negli ultimi anni a dover far fronte in continuazione a fallimenti di mercati mondiali – o, se si preferisce, globali – non adeguatamente controllati.

8.3.2 I problemi dell'Unione Europea

L'Unione Europea ha fornito negli ultimi 20 anni l'esempio più eclatante di gestione della politica economica improntata ai principi neoliberalisti.

La costruzione dell'Unione Europea (U.E.) ebbe inizio negli anni cinquanta del XX secolo, poco dopo la fine della seconda guerra mondiale. Nel 1957 si costituì una unione commerciale tra 6 nazioni (Germania, Francia, Italia, Olanda, Belgio e Lussemburgo, ordinate secondo le dimensioni del PIL) chiamata all'epoca Comunità Economica Europea (C.E.E.; il cui trattato costitutivo fu firmato a Roma nel mese di marzo) che si proponeva di costruire un mercato unico nel quale merci e lavoratori potessero circola-

⁸³ Si stima ormai che il rapporto debito/PIL greco si avvii a raggiungere il livello del 165% nel 2012.

re liberamente. Nei 55 anni successivi molti altri paesi hanno aderito al processo di costruzione di un'area economica integrata: a fine 2011 i paesi partecipanti sono 27. Un passo fondamentale fu compiuto con il trattato di Maastricht che cambiò il nome dell'unione e stabilì la formazione di un'Unione Monetaria Europea (U.M.E.), entrata in vigore l'1/1/1999, che di fatto ha indirizzato la politica economica dei paesi che ne sono entrati progressivamente a far parte.⁸⁴ Il fulcro dell'azione dell'UME è la gestione della politica monetaria attuata dalla Banca Centrale Europea (BCE) che, sulla base del trattato di Maastricht, ha come unico obiettivo quello di contenere l'inflazione entro limiti ridottissimi (orientativamente l'obiettivo che si è proposta la BCE nei primi 12 anni di attività è stato quello di fare in modo che la crescita dei prezzi al consumo non superasse il 2% annuo). La costituzione dell'UME fu preceduta da una fase preparatoria, obiettivo della quale fu la progressiva convergenza delle politiche economiche nazionali in modo che in tutti i paesi che aderivano all'Unione monetaria fossero raggiunti 5 obiettivi: convergenza nei tassi di inflazione nazionali (l'obiettivo previsto era un tasso di inflazione che non eccedesse per più dell'1% il tasso di inflazione fatto segnare dai tre paesi più "virtuosi", quelli che ottenevano i tassi più bassi); convergenza nei tassi di interesse (con modalità analoghe a quelle dell'obiettivo precedente); mantenimento del tasso di cambio su livelli prefissati, che furono di fatto quelli intorno ai quali ebbe successivamente luogo la conversione tra la moneta nazionale e l'euro;⁸⁵ livelli del disavanzo pubblico che non eccedessero il 3% annuo, salvo casi eccezionali; un rapporto "debito/PIL" che progressivamente si fissasse a un livello non superiore al 60% del PIL. La logica che guidò la fissazione di questi obiettivi era che alla convergenza monetaria avrebbero fatto seguito la convergenza, coordinata al livello europeo e demandata ai *policy maker* nazionali, dei bilanci pubblici e la convergenza delle grandezze reali (crescita del PIL e livelli occupazionali), indotta dalle prime due. Per il coordinamento della convergenza dei bilanci pubblici fu stipulato nel 1997 un "patto di stabilità e crescita" che prevedeva il monitoraggio dell'osservanza nel tempo dei due obiettivi riguardanti il livello del disavanzo pubblico e il rapporto "debito pubblico/PIL", fissando penalizzazioni, per la verità non sempre applicate, ai paesi che li avessero violati. Per gli obiettivi di crescita del PIL e dell'occupazione si avviarono forme di coordinamento delle politiche dell'occupazione e si fornirono indicazioni di massima sulle politiche della crescita (codificate dalla cosiddetta "strategia di Lisbona", il cui nome ricorda la sede in cui fu stipulato nel marzo 2000 il relativo programma di riforme economiche) che sostanzialmente invitavano i paesi aderenti ad applicare politiche dell'offerta prendendo a prestito gli esempi dei paesi europei di maggior successo. Di fatto non erano previste politiche di sostegno della domanda, né nazionali né comunita-

⁸⁴ Undici paesi aderirono all'UME dall'inizio (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo e Spagna). Successivamente entrarono a far parte dell'UME: la Grecia (nel 2001), la Slovenia (2007), Malta e Cipro (2008), la Slovacchia (2009) e l'Estonia (2011). Aderendo all'UME questi 17 paesi abbandonarono le vecchie monete nazionali sostituendole con una moneta unica, l'euro. Non entrarono nell'UME gli altri 10 paesi che fanno parte dell'UE (Bulgaria, Danimarca, Lettonia, Lituania, Polonia, Regno Unito, Repubblica Ceca, Romania, Svezia e Ungheria) e che fanno parte delle altre istituzioni europee ma conservano le proprie monete e le proprie politiche monetarie e dei cambi nazionali.

⁸⁵ Nel caso dell'Italia, il tasso di cambio tra la lira e l'euro al quale ebbe luogo la conversione fu di 1.936,27 lire per un euro.

rie, se non quelle monetarie compatibili con l'obiettivo primario di contenere l'inflazione; era l'applicazione più precisa dei principi dello *Washington Consensus*, sia pure su basi volontarie anziché imposte dall'esterno, che fosse mai stata concepita.⁸⁶

Questa impostazione rappresentava un forzatura rispetto ai criteri necessari, individuati dalla teoria economica, per dar vita ad un'unione monetaria "ottimale" (problema che fu impostato da Mundell, 1961, e che fu esaminato da una vasta letteratura successiva). La teoria delle aree monetarie ottimali si pone il problema di come sia possibile far fronte agli shock reali asimmetrici una volta che si sia rinunciato, a seguito dell'ingresso in un'area monetaria, alla possibilità di attuare politiche monetarie e politiche del cambio nazionali; essa sottolinea l'importanza a tale proposito di due condizioni: la libera circolazione di merci e lavoratori all'interno dell'unione e l'aggiunta di una unione fiscale a complemento dell'unione monetaria. Il punto di partenza è il principio secondo il quale in presenza di uno shock reale asimmetrico (costituito, ad esempio, dalla perdita di competitività di un'area dell'unione, una regione o un intero paese, nei confronti delle altre regioni e degli altri paesi dell'area) occorrerebbe che la politica monetaria continuasse a garantire che il livello della domanda aggregata fosse commisurato all'offerta aggregata dell'intera unione economica. Questo principio non è di solito applicato quando lo shock svantaggia un paese a favore di un altro.

Si ipotizzi che la domanda mondiale, ma soprattutto quella dei paesi e delle regioni facenti parte dell'area, si orienti a favore delle merci di un singolo paese, supponiamo la Germania, e a scapito di quelle di altri paesi (ad esempio, in quanto l'apparato produttivo tedesco ha conseguito incrementi di produttività superiori a quelli degli altri e, di conseguenza, può praticare prezzi inferiori, o fornire allo stesso prezzo merci di qualità superiore, rispetto a questi ultimi): si verificherà, allora, un saldo attivo delle partite correnti tedesche controbilanciato da un passivo nel resto dell'area monetaria. In condizioni di cambi fissi, e quindi anche in condizioni di unione monetaria, si verificherà, come sappiamo, un aumento della circolazione monetaria nel paese in surplus e una riduzione della circolazione monetaria nel resto dell'unione. Ora, ipotizzando che prima che lo shock si verificasse le due aree si trovassero in piena occupazione, se le due aree avessero monete distinte ciò farebbe aumentare i prezzi in Germania e li farebbe diminuire nel resto dell'area, si ripristinerebbero rapporti tra i prezzi delle due aree in grado di equilibrare gli scambi e lo squilibrio commerciale sarebbe riassorbito. Questo ritorno all'equilibrio non si verifica affatto nel caso in cui le autorità monetarie tedesche sterilizzino gli effetti dell'aumento della circolazione monetaria derivante dal surplus dei conti con l'estero, in quanto la circolazione monetaria tedesca rimane invariata e i prezzi tedeschi non si modificano, mentre la riduzione della circolazione monetaria nel resto dell'area vi provocherebbe un eccesso dell'offerta rispetto alla domanda aggregata, facendo cadere produzione e occupazione. Un modo per evitare che ciò accada, almeno nel breve periodo, sarebbe quello di concedere ai paesi che hanno subito lo shock reale un ammontare di prestiti uguale al surplus della bilancia commerciale tede-

⁸⁶ Significativi sono i titoli delle misure previste dal programma: innovazione e imprenditorialità, riforma del welfare e inclusione sociale; capitale umano e riqualificazione del lavoro; uguali opportunità per il lavoro femminile; liberalizzazione dei mercati del lavoro e dei prodotti; sviluppo sostenibile.

sca che colmi il disavanzo tra offerta e domanda aggregate, evitando la caduta di quest'ultima e la caduta di produzione e occupazione conseguente. (Ovviamente, perché questa politica possa riportare all'equilibrio completo nel lungo periodo, occorre che i paesi in disavanzo siano in grado di colmare i loro squilibri commerciali, ad esempio utilizzando i prestiti per effettuare investimenti che compensino la perdita di competitività che aveva dato origine allo squilibrio commerciale). Con autorità monetarie nazionali che siano in grado di gestire autonomamente le politiche monetarie e del cambio il modo più semplice di effettuare l'aggiustamento è quello di svalutare la moneta del paese che soffre lo shock reale della perdita di competitività. Si tratta, in fondo, di una applicazione del principio secondo il quale in assenza di coordinamento internazionale i cambi flessibili sono più adatti a ripristinare l'equilibrio esterno in presenza di shock reali rispetto ai cambi fissi, che è stato enunciato nel paragrafo 8.1. In condizioni di cambi fissi, e ancora di più in un'unione monetaria, occorre invece che le azioni dei *policy-maker* siano coordinate in modo che non si creino squilibri tra domanda e offerta globale in nessuna delle aree economiche nelle quali lo shock reale agisce in maniera asimmetrica. Era proprio l'intuizione di questo risultato che aveva spinto Keynes a sostenere che il peso dell'aggiustamento di squilibri commerciali non può ricadere sul solo paese in disavanzo ma c'è bisogno della collaborazione anche dei *policy maker* del paese in surplus perché si mantenga la piena occupazione in entrambi.

All'interno di un'unione monetaria questa esigenza è ancora più forte:⁸⁷ la domanda aggregata delle regioni colpite dallo shock reale deve essere mantenuta in linea con l'offerta per evitare che le risorse produttive rimangano inutilizzate e la produzione cada al disotto del livello di pieno impiego. Una politica monetaria uniforme, orientata al solo obiettivo di evitare inflazione a partire dall'area che beneficia dello shock reale e dell'aumento di domanda aggregata non è portata a farlo in quanto esclude per principio (nel caso dell'UME per esplicita indicazione del trattato di Maastricht) che la BCE si ponga l'obiettivo del pieno impiego. La teoria delle aree monetarie ottimali esamina le condizioni necessarie a mantenere la piena occupazione in tutte le regioni dell'unione monetaria senza dover ricorrere a misure di politica del cambio e senza snaturare la vocazione anti inflazionistica della politica monetaria comune. La prima condizione che facilita tale risultato è la possibilità che i fattori di produzione esuberanti nell'area che subisce lo shock reale e si trova quindi in condizioni di eccesso di offerta si spostino nelle aree dove la domanda aggregata è aumentata. Questa condizione non si verifica se non in parte nell'Unione europea. Per quanto il mercato del lavoro europeo possa integrarsi, le differenze linguistiche e i problemi di adattamento dei lavoratori delle diverse nazioni ad ambienti culturali anche molto diversi da quelli di origine fanno sì che le possibilità di migrazioni interne all'area europea siano comunque inferiori a quelle sperimentate in aree nelle quali la lingua è la stessa e le abitudini, i costumi e la cultura sono omogenei e le politiche, in particolare quelle del lavoro, sono gestite da uno stato nazionale, come sono ad esempio gli Stati Uniti d'America, l'esempio più immediato di una integrazione monetaria di successo del passato, paese

⁸⁷ Kaldor (1970) studiò lo stesso principio con riferimento al rapporto tra regioni del medesimo paese che si trovino a dover fronteggiare trend economici differenti, problema assolutamente simile a quello che stiamo esaminando in questa sede.

in cui le migrazioni interne dei lavoratori che perdono il posto di lavoro nelle aree svantaggiate dallo shock reale asimmetrico e si trasferiscono nelle aree dove le occasioni di impiego sono superiori sono sempre state ampie.⁸⁸ L'altro grande fattore di unificazione di un'area economica che adotti la medesima moneta è l'unione fiscale. L'esistenza di una rilevante presenza del settore pubblico e di un bilancio pubblico unificato permette tutta una serie di compensazioni che trasferiscono reddito e domanda aggregata dalle aree in espansione verso le aree che stanno subendo lo shock: le entrate pubbliche provenienti dalla tassazione dei redditi aumentano nelle zone in espansione e si riducono in quelle in difficoltà, determinando una redistribuzione del carico fiscale che attenua gli effetti dello shock nelle aree colpite e frena automaticamente l'aumento dei redditi nelle aree in espansione; molte spese pubbliche trasferiscono sistematicamente risorse dalle regioni in espansione alle regioni in declino, sotto forma di ammortizzatori sociali, incentivi e contributi alla produzione. Il bilancio pubblico opera, in definitiva, come uno stabilizzatore automatico degli squilibri tra domanda e offerta globale a livello territoriale. L'UE si è però data una costituzione economica che esclude l'unione fiscale (il bilancio comunitario europeo è di dimensioni infime rispetto alle normali dimensioni dei bilanci pubblici statali, che rimangono gli strumenti operativi di politiche fiscali nazionali). L'unico strumento di riaggiustamento che rimane a disposizione dei *policy maker* nazionali per contrastare shock reali asimmetrici è quello di riallineare la dinamica del costo del lavoro alla dinamica della produttività in modo che il costo del lavoro per unità prodotta nazionale rimanga allineato a quello delle aree la cui produttività cresce in misure maggiori; il contenimento delle retribuzioni aggrava tuttavia inevitabilmente gli effetti recessivi degli shock asimmetrici nei paesi in crisi di produttività rendendo loro estremamente difficile preservare la piena occupazione. Per di più, sul piano politico è quasi inevitabile che si scatenino diatribe tra le due aree dell'unione, con gli abitanti, i politici e i mass media dell'area in espansione ad indicare nell'incapacità dell'altra area di mantenere il passo una sorta di prova della loro superiorità, attribuendo il successo economico a virtù che finiscono per sconfinare nel campo etico-morale, e suggeriscono all'area meno produttiva di dotarsi di tali virtù per colmare il divario. Ovviamente è vero che l'impegno degli operatori economici e dei politici delle aree arretrate è fondamentale perché si colmi il divario. C'è però il problema addizionale che una volta costituita un'unione economica eventuali difficoltà e crisi diventino sistemiche, come vedremo esaminando la recente esperienza dell'UE.

Finché, negli anni novanta e all'inizio del nuovo secolo, gli shock con i quali si confrontavano il mondo e l'Unione europea erano principalmente di natura monetaria la *governance* europea ha bene o male funzionato. Quando, a seguito dell'evolversi della crisi finanziaria mondiale del 2007 e la susseguente recessione dei paesi sviluppati, gli shock reali hanno preso il sopravvento le contraddizioni sulle quali era stata costruita l'unione monetaria europea sono venute alla luce. Gli shock con i quali l'Unione europea deve fare i conti in questa fase della sua storia sono 3: (a) avviare un'*exit strategy* che sia in grado di ripristinare livelli di crescita del PIL adeguati in tutti i paesi europei in una fase congiunturale in cui gli altri paesi sviluppati stanno faticosamente ri-

⁸⁸ Altrettanto ampie sono state le migrazioni interne ai due paesi europei nei quali l'unificazione economica e monetaria ha avuto luogo nel XIX secolo: l'Italia e la Germania.

prendendosi dagli effetti della crisi e non hanno ancora ripreso il ritmo che era loro abituale prima del 2007; (b) la concorrenza dei paesi emergenti, il cui livello di produttività si avvicinava pericolosamente a quello delle regioni più povere dell'Europa, sta crescendo continuamente; (c) l'asimmetria evidente nella dinamica della produttività dei paesi dell'unione. I primi due operavano nel proscenio, il terzo ha guadagnato il centro della scena nel 2011.

Come si è visto nel precedente paragrafo, nel 2010 la prima fase di caduta reale delle economie sviluppate era stata superata per cedere il passo a una ripresa che, in assenza di un coordinamento delle politiche economiche, stentava a decollare; il livello del PIL nazionale era cresciuto nel 2010 ma si trovava ancora al disotto dei livelli pre crisi in tutti i paesi sviluppati. In particolare, i paesi europei che facevano parte dell'area valutaria basata sull'euro si trovavano a fronteggiare situazioni congiunturali profondamente diverse: tutti avevano a che fare con condizioni recessive, che su scala nazionale avrebbero richiesto l'adozione di politiche macroeconomiche espansive, ma alcuni di essi, in particolare la Germania, godevano di una posizione competitiva internazionale favorevole e usufruivano di attivi commerciali rilevanti, soprattutto nei confronti degli altri paesi dell'area euro, per cui potevano contare sul sostegno alla domanda proveniente dall'estero, mentre altri si trovavano a dover fare i conti con speculari disavanzi commerciali nei confronti degli altri paesi euro - di fatto sempre la Germania - e si trovavano nella tipica situazione dei paesi sottoposti al vincolo della bilancia dei pagamenti. Come era potuto accadere questo? Nel corso dei dieci anni precedenti la politica monetaria comune aveva prodotto una convergenza delle variabili monetarie (tassi di interesse e livelli di inflazione) ma la sperata convergenza delle variabili reali non si era affatto verificata; anzi, i divari di produttività erano cresciuti: tra il 2000 e il 2010 il costo del lavoro unitario tedesco si era ridotto, soprattutto grazie a massicci programmi di ristrutturazione e di investimento, complessivamente del 9% e la maggior parte dei paesi europei non ne aveva seguito il passo: in paesi come il Belgio, l'Olanda, l'Irlanda, la Spagna e il Portogallo il costo del lavoro unitario era aumentato con percentuali che oscillavano intorno al 10%, in Grecia e Italia (i due paesi che dovevano far fronte a livelli di debito pubblico rilevanti) l'aumento del costo del lavoro unitario era stato ancora più elevato: il 15% nella prima e il 18% nella seconda nazione. In queste condizioni i tassi di cambio che erano stati decisi all'atto della costituzione dell'UME non erano più in grado di garantire l'equilibrio dei flussi commerciali intereuropei, in tutti i paesi che cercavano di sostenere la ripresa produttiva, peraltro piuttosto asfittica si verificavano disavanzi commerciali.

In un regime dei cambi flessibili i paesi che non riuscivano a tenere il passo con l'incremento della produttività della Germania avrebbero potuto riguadagnare livelli di competitività internazionale adeguati attraverso la svalutazione della moneta nazionale; ma questa prospettiva era loro impedita dall'aver in precedenza aderito all'UME. Gli operatori attivi sul mercato finanziario mondiale individuarono immediatamente questa loro difficoltà e reagirono alla situazione, che si andava delineando sul finire del 2010, razionando il credito nei confronti di questi paesi: il tasso di interesse sui titoli da loro emessi aumentò, dapprima in Grecia, il paese in maggiore difficoltà, poi negli altri paesi che si trovavano in situazioni analoghe, il Portogallo, l'Irlanda, l'Italia, la Spagna e via via gli altri furono contagiati da quella che inizialmente era una crisi solo greca,

uno dei paesi più piccoli dell'Unione Europea, ma che si estese rapidamente agli altri. L'abbondanza di liquidità di cui ormai usufruiva di nuovo il sistema finanziario mondiale, grazie agli interventi di *monetary easing* attuati quasi dappertutto, non era impiegata per sostenere l'anemica ripresa dell'economia reale dei paesi che l'avevano attuata, che stava procedendo con estrema fatica all'inizio del 2011, ma era indirizzata all'acquisto dei titoli dei paesi con valute forti (le quali, in una situazione di elevata incertezza riacquistavano la tipica funzione-rifugio) e tra i paesi dell'euro all'acquisto dei titoli dei paesi con situazioni debitorie solide; di fatto si stava sviluppando una bolla finanziaria contro i paesi deboli dell'euro. Il livello degli *spread* (differenziale tra i livelli dei tassi di interesse di tali nazioni e il tasso dei titoli tedeschi, essendo la Germania il paese finanziariamente più solido dell'area euro) aumentò in misura drastica, se non forsennata, superando i 15 punti percentuali nel caso della Grecia, i 12 punti per il Portogallo e i 4-5 punti percentuali per l'Irlanda, l'Italia e la Spagna e raggiungendo livelli di 2 punti percentuali superiori al tasso di interesse tedesco (il cui valore nel 2011 ha oscillato su livelli inferiori al 2%) in Francia, il secondo paese dell'area euro, la cui dinamica economica non differiva sostanzialmente da quella tedesca. Paradossalmente, l'aumento dei tassi di interesse si verificava nei paesi che nel decennio precedente la crisi avevano goduto dell'abbassamento dei tassi pagati sul debito pubblico grazie alla sostituzione delle monete nazionali, all'epoca ritenute a volte poco affidabili dagli operatori finanziari, con l'euro, moneta ritenuta più solida, e che avevano costruito su questa riduzione del tasso di interesse pagato sul debito pubblico le fondamenta di politiche di risanamento non ancora concluse e rimesse in discussione dalla crisi del 2007. L'aumento degli interessi sul debito costringeva i governi di questi paesi a ridurre le altre voci del bilancio pubblico per ripianare il disavanzo che si sarebbe altrimenti formato e che avrebbe inevitabilmente ridotto ulteriormente la fiducia degli investitori finanziari, spingendo i paesi coinvolti in un circolo vizioso "debito pubblico elevato - aumento dello spread - aumento dei tassi di interesse sul debito - aumento del disavanzo - perdita di fiducia sui mercati finanziari - nuovo aumento dello spread - ulteriore aumento del debito pubblico" al quale i *policy maker* erano costretti a reagire con l'inasprimento delle misure fiscali, facendo ricadere i paesi colpiti dall'aumento degli spread nella recessione. Alle misure di contenimento della spesa pubblica si accompagnavano infatti misure di contenimento del costo del lavoro (retribuzioni e contributi sociali), delle spese in ricerca e istruzione e delle spese indirizzate al rafforzamento del capitale umano, nel disperato tentativo di recuperare competitività sui mercati internazionali secondo i dettami delle politiche dell'offerta.⁸⁹ Gli effetti di questi tagli, ancor-

⁸⁹ Abbiamo già sottolineato nel capitolo 6 che le politiche dell'offerta possono essere gestite in due versioni che hanno effetti analoghi riguardo all'obiettivo del contenimento del costo del lavoro ma profondamente diversi quanto agli effetti di medio e lungo periodo sulla produttività dell'apparato produttivo. La prima, più efficiente nel lungo periodo, consiste nell'incentivare l'aumento della produttività, dei mezzi di produzione e del lavoro, indirizzando gli investimenti pubblici e incentivando quelli privati verso la formazione del capitale umano, la sicurezza e la previdenza dei lavoratori, il miglioramento dell'istruzione, della ricerca, e così via (in alcuni casi si fa ad essa riferimento come alla "via alta della flessibilità" o *flexsecurity*). La seconda consiste nel puro e semplice contenimento del costo del lavoro per mantenerlo nei limiti di una crescita della produttività insufficiente (si può far riferimento ad essa definendola "via bassa della flessibilità"). Gli effetti delle due vie sono analoghi rispetto agli effetti sul rapporto costo del lavoro/produttività (nel primo caso aumentano tutti e due i termini del rapporto, nel secondo

ché differiti nel tempo e non immediatamente quantificabili,⁹⁰ producevano comunque effetti recessivi.

La pericolosità per i paesi europei i cui spread finanziari stanno aumentando di perseguire politiche di contenimento delle spese pubbliche è facilmente dimostrabile con un semplice richiamo al ben noto principio della sostenibilità del debito pubblico, che richiamiamo per comodità del lettore.

La formula (8.3.1) sintetizza gli elementi che incidono sulla dinamica del rapporto “Debito/PIL” (tale rapporto misura la sostenibilità del debito che il paese va cumulando rispetto alla sua capacità di produrre reddito). Si consideri l’evoluzione di tale rapporto nel passaggio dall’anno t all’anno successivo, $t+1$. La variazione del debito è la somma di due termini: (a) la differenza tra le entrate pubbliche, che qui indichiamo con la lettera T (tasse e imposte, la voce più rilevante tra le entrate del bilancio pubblico) e il totale delle spese pubbliche impiegate nella produzione di beni pubblici e nell’acquisto di beni privati (che indichiamo con la lettera G); di solito si denomina tale differenza *surplus primario*; (b) gli interessi pagati sul debito accumulato in precedenza, pari al prodotto tra il tasso di interesse i e l’ammontare del debito in essere all’anno t . La variazione del PIL a sua volta, procede al ritmo del tasso di crescita g .

$$(Debito/PIL)_{t+1} = (T - G) + Debito_t \cdot (1+i) - PIL_t \cdot (1+g) \quad (8.3.1)$$

Nel caso in cui il livello del debito pubblico sia pari al PIL (una situazione abbastanza vicina a quella nella quale si trova oggi buona parte dell’UE: si è già visto che il rapporto medio dell’unione è di pochissimo inferiore a 0,90 e che nei paesi in difficoltà esso è superiore, anche se non di molto, a 1) la formula può essere semplificata, ponendo sia il Debito che il PIL uguali a 1, nel qual caso la condizione di invarianza del rapporto “Debito/PIL” diventa la seguente:

ristagnano entrambi) ma producono risultati opposti sulla composizione della spesa pubblica, sulla domanda macroeconomica e sulla dinamica temporale della produttività. La via alta si collega ad un aumento delle spese pubbliche in formazione del capitale umano, istruzione e ricerca (di fatto si ha un aumento dei beni di investimento pubblici corrispondenti); la via bassa risparmia queste spese ma agisce negativamente sia sulla domanda macroeconomica sia sulla dinamica di lungo periodo della produttività. (Una profetica indicazione delle controindicazioni a tagliare le spese in investimenti per risolvere i problemi del bilancio pubblico fu pronunciata da Edmond Malinvaud subito dopo la nascita dell’UME; cfr. Malinvaud, 2000). D’altro canto il differente operare delle due “vie” può oggi essere dimostrato ponendo a paragone il modo in cui alcuni paesi europei reagirono alla crisi finanziaria del 1992. I paesi nordici, in prima linea Svezia e Finlandia, ristrutturarono la loro spesa pubblica a sostegno delle spese in ricerca e formazione del capitale umano, Italia e Spagna ridussero tali spese e avviarono politiche di contenimento delle retribuzioni per sostenere in qualche modo le attività produttive che si trovavano in difficoltà di fronte alla concorrenza dei paesi emergenti. Quindici anni dopo, i primi sono stati appena sfiorati dalla crisi 2007-2009 e nel 2010 sono tornati ai livelli produttivi pre crisi, i secondi hanno subito cadute del PIL e dell’occupazione assai pesanti che non hanno compensato se non parzialmente nel biennio successivo e sul finire del 2011 stanno ripiombando in una situazione di pericolosa stagnazione che rischia di aprire la strada a una ricaduta nella recessione nell’anno successivo.

⁹⁰ in particolare gli investimenti a lunga scadenza orientati al miglioramento del capitale, fisico e umano: istruzione, previdenza, ricerca, infrastrutture.

$$\text{Surplus primario} = i - g \quad (8.3.2)$$

La (8.3.2) fornisce l'indicazione che per mantenere invariato il rapporto Debito/PIL in presenza di livelli del debito analoghi al PIL annuale occorre che il surplus primario pareggi la differenza tra interessi pagati sul debito e tasso di crescita del PIL.⁹¹ Essa sintetizza in breve il problema della sostenibilità del debito pubblico: l'aumento del tasso di interesse pagato sul debito indotto dall'aumento dello spread finanziario nei confronti dei titoli emessi dai paesi che fanno da punto di riferimento per la credibilità, in Europa la Germania, costringe i paesi che non raggiungono i medesimi standard di affidabilità ad accrescere il surplus primario (differenza tra le entrate e le uscite del bilancio pubblico) per evitare di fornire ai mercati un'immagine di debolezza che allontanerebbe i possessori di ricchezza dai titoli di quel paese, instillando l'aspettativa di un possibile *default* (consistente appunto nell'ipotizzata futura incapacità di restituire il debito contratto) e spingendo i *policy maker* di tale paese ad accrescere il surplus primario nel tentativo di stabilizzare la situazione debitoria. Se le politiche messe in atto per conseguire questo risultato producono l'effetto di ridurre il tasso di crescita del PIL si innesta un circolo vizioso ancora più pericoloso di quello descritto sopra ("aumento del surplus primario – riduzione del tasso di crescita – ulteriore aumento del surplus primario") che rafforza negli investitori finanziari l'aspettativa del *default* e gli spread richiesti si innalzano sempre di più (come spesso succede nei mercati finanziari, le aspettative si autorealizzano). Questo è il problema con il quale oggi si confrontano i paesi europei: il tasso di crescita della produzione che sarebbe necessario per controbilanciare un tasso di interesse appesantito dallo spread è troppo alto per le possibilità produttive dell'area e il ricorso all'arma dell'aumento del surplus primario rischia di essere spuntato dalla possibilità che le aspettative prendano a crescere al di fuori di ogni controllo.

Ma c'è di più! Il deterioramento della solvibilità di un paese euro riduce la credibilità del sistema finanziario dell'intera area agli occhi degli investitori mondiali. Perché questo? Perché i titoli finanziari nei quali si sostanzia il debito pubblico del paese in difficoltà sono detenuti da investitori finanziari, solitamente le banche del sistema euro. E' da qui che parte il contagio. La riduzione di credibilità del paese in difficoltà si trasmette a tutti coloro che hanno acquistato titoli del suo debito. Anche costoro sono ritenuti da parte degli investitori finanziari mondiali in pericolo ed anche ad essi si applica un coefficiente di rischio che appesantisce lo spread che debbono pagare sui loro debiti. Di fatto il mercato penalizza sia i paesi alle prese con crisi di solvibilità sia i possessori dei loro titoli, creando una sorta di duplice contagio che incide tanto sulla liquidità del sistema finanziario europeo (i possessori dei titoli dei paesi a rischio di *default* sono considerati poco affidabili e la liquidità così investita ristagna perché essi non riescono ad utilizzarla come garanzia per l'ampliamento della loro attività) quanto sulla solvibilità del sistema finanziario europeo (il peggioramento delle aspettative ri-

⁹¹ Se si vuole, invece, che tale rapporto diminuisca, come era indicato nelle condizioni per l'adesione all'UME previste dal trattato di Maastricht e ribadite dal "Patto di stabilità e crescita", occorre che il surplus primario ecceda la differenza tra gli altri due termini: la riduzione del rapporto essendo appunto determinata da tale differenza.

guardanti una nazione si estende a quelle che si trovano in situazioni simili, o supposte simili dal mercato). Attraverso questa duplice forma di contagio la crisi diventa sistemica ed è l'intera area, nel nostro caso l'UME, a incontrare problemi nel rifornirsi di liquidità in quanto il mercato finanziario mondiale tende a razionare il credito nei confronti dell'intera area o ad applicare tassi di interesse che mettono a rischio la sostenibilità dei debiti pubblici.

Si tratta di un problema risolvibile soltanto al livello dell'intera unione, ma la credenza, diffusa dai *mass media* delle nazioni per ora immuni dal problema, che le conseguenze nazionali derivino dalle colpe degli operatori dei paesi in difficoltà rende impossibile applicare la soluzione prospettata dalla teoria delle aree monetarie ottimali: il passaggio da una semplice unione monetaria a un'unione economica completa, che includa una *governance* e un bilancio pubblico comuni all'intera area e, in definitiva, la costituzione di un'unione europea non solo monetaria ma politica nel senso più ampio del termine. Un passaggio *sic et simpliciter* dall'attuale situazione di coordinamento monetario alla costruzione di una vera e propria unione politica è allo stato attuale politicamente impossibile, ma rimanere nel mezzo del guado tra un'unione monetaria soggetta agli attacchi della speculazione mondiale e un'unione politica di fatto indesiderata dalla maggior parte delle nazioni europee è quanto mai inefficiente e pericoloso. Le soluzioni più sensate che vengono proposte a questo dilemma sono quelle che studiano percorsi attraverso i quali ampliare, poco a poco, la *governance* del processo di costruzione dell'UE dall'ambito solamente monetario ad un ambito pienamente politico, per lo meno sul terreno delle politiche economiche. Operazione che peraltro è già in atto – la BCE è stata autorizzata ad acquistare titoli pubblici sul mercato secondario; è stato creato un organismo, lo *European Financial Stability Fund (EFSF)*⁹², delegato a finanziare i paesi che si trovano a dover affrontare situazioni di spread pesanti – sperando che i tempi della politica non siano tanto lenti da essere scavalcati dai mercati, come purtroppo è successo nel caso della Grecia che sta pagando a caro prezzo, in termini di interessi sul debito, un anno di interventi europei lenti e indecisi.

Tra le proposte che ipotizzano questi sviluppi la più completa è forse quella avanzata da Paul De Grauwe (2011), che riportiamo, sia pure soltanto per sommi capi, per dare un'idea della discussione sul futuro dell'Europa oggi in atto. Essa parte dall'indicazione che l'attuale situazione dei mercati finanziari europei è caratterizzata dal verificarsi di equilibri multipli, connessi allo stato delle aspettative degli operatori finanziari. Alcuni tra questi comportano livelli di spread insostenibili in quanto, una volta che si siano innestati, rischiano di essere amplificati da aspettative che man mano si auto realizzano. In questa situazione i *policy maker* europei dovrebbero coordinare i loro interventi per indirizzare l'economia europea verso gli equilibri più favorevoli alla continuazione di un percorso che abbia come meta finale la costruzione di una *governance* europea completa. Tale percorso potrebbe, nell'ipotesi di tale autore, articolarsi inizialmente in tre fasi:

⁹² Che sarà sostituito nel 2013 dallo *European Stability Mechanism*, ampliandone dotazioni e funzioni.

- Istituzione di un Fondo monetario europeo che non svolga per ora le funzioni normalmente svolte da una Banca Centrale (ipotesi esclusa dal trattato di Maastricht) ma che comunque prenda a prestito dai paesi in surplus e trasferisca risorse a quelli in deficit a tassi di interesse che non ne mettano a rischio la solvibilità. Allo stato attuale l'*EFSSF* applica spread inferiori a quelli di mercato ma applica comunque spread di quasi il 4% che portano i tassi di interessi a livelli superiori al 6% annuo, un livello che richiede comunque ai paesi che prendono a prestito di realizzare un surplus primario per non mettere a rischio la sostenibilità del debito.
- Avvio di un programma di emissione di titoli pubblici garantiti congiuntamente dai paesi europei (*Eurobond*). Un tale programma è stato più volte proposto, prima e dopo la costituzione dell'UME. Sinora non se ne è fatto nulla soprattutto perché, essendo la responsabilità di tali titoli congiunta tra i paesi dell'UME, si verrebbero a creare titoli finanziari con livelli di garanzia differente – i titoli la cui responsabilità ricade su tutti i paesi e i titoli garantiti dal solo paese che li ha emessi – con il rischio di appesantire lo spread sopportato dai secondi.
- Coordinamento via via più stretto delle politiche economiche, partendo dall'esigenza immediata di una maggiore vigilanza sui sistemi bancari nazionali.

8.3.3 *Le proposte di riforma dell'architettura finanziaria internazionale*

La riflessione sull'evoluzione dei sistemi monetari internazionali, svolta a conclusione del paragrafo 8.2 indicava che oggi la soluzione ai problemi del sistema dei pagamenti internazionali passa per l'individuazione dei fallimenti di mercato che in esso si verificano e per la ricerca delle soluzioni più adeguate a contrastarli. I progetti di riforma "dell'architettura finanziaria mondiale" elaborati in questi anni sono stati molti. Le numerose crisi finanziarie nazionali e regionali degli anni novanta diedero origine a proposte indirizzate a contrastarle e ad accese discussioni. La crisi finanziaria mondiale successiva non ha fatto altro che ravvivarle e ampliarle. Le posizioni che si confrontano riflettono i differenti punti di vista delle scuole economiche contrapposte. Agli estremi si trovano, da un lato, le posizioni di chi, seguendo l'impostazione keynesiana, si preoccupa principalmente dei fallimenti dei mercati, e, di conseguenza, privilegia sempre e comunque il coordinamento in direzione espansiva delle politiche macroeconomiche, che andrebbero però gestite al livello dell'economia mondiale (o "globale", qualora si preferisca la terminologia moderna) per contrastare una situazione di carenza di domanda effettiva che si verifica a tale livello, e, dall'altro, quelle degli autori più vicini alla scuola neolibera, i quali ritengono, al contrario, che i fallimenti più gravi traggano normalmente origine dall'azione pubblica e ritengono quindi che sia sufficiente lasciare spazio alle forze di mercato perché i problemi che di volta in volta emergono nell'evoluzione dei processi della globalizzazione e nella gestione del sistema monetario internazionale si risolvano.

La prima posizione fu sostenuta da John Maynard Keynes stesso che, come si è visto in precedenza, presentò già alla conferenza di Bretton Woods un piano che prevedeva un eccezionale livello di coordinamento internazionale nella gestione del sistema monetario internazionale, e che non fu accettato in quanto, come aveva correttamente previsto Keynes, “avrebbe richiesto” (dai paesi partecipanti al sistema) un grado di “rinuncia alle prerogative nazionali più grande di quanto essi fossero in grado di concedere a cuor leggero”. (British Government Publications, 1943, pag. 79). Le proposte di Keynes che furono di fatto abbandonate nel corso della discussione che portò alla stesura degli accordi di Bretton Woods⁹³ e che, ad avviso di chi scrive, sono tuttora di estrema attualità – anzi, lo sono molto di più ora che l’economia mondiale si è globalizzata - furono essenzialmente tre: (a) l’istituzione di una banca mondiale che sovrintenda alla creazione di una moneta mondiale⁹⁴ e che vigili sulla circolazione monetaria mondiale;⁹⁵ (b) la previsione di misure che in presenza di squilibri commerciali facciano in modo che il peso dell’aggiustamento gravi in misura analoga sia sui paesi creditori (che, per eliminare lo squilibrio, dovrebbero acquistare di più dall’estero, eventualmente lasciando apprezzare la loro moneta) sia sui paesi debitori (che dovrebbero aumentare le loro vendite all’estero, eventualmente deprezzando la moneta⁹⁶); (c) l’indicazione che i movimenti di capitale speculativo⁹⁷ vadano controllati, e al limite impediti, per evitare che possano interferire con l’obiettivo che Keynes considerava primario di ogni sistema monetario internazionale: ampliare il volume degli scambi reali tra i paesi partecipanti indirizzando l’orientamento macroeconomico di ognuno verso politiche espansive che permettano ai *policy-maker* di perseguire la piena occupazione delle risorse nazionali senza dover subire alcun vincolo esterno. Queste indicazioni di Keynes non furono incluse nella stesura degli accordi di Bretton

⁹³ Per una presentazione equilibrata degli eventi che portarono a tale accordo, delle posizioni teoriche e politiche che all’epoca si confrontarono e delle immediate conseguenze delle decisioni allora prese si rimanda al fondamentale libro di Gardner Ackley (1978).

⁹⁴ Per la quale Keynes proponeva il nome di “bancor”. Una pallida ed anemica, ma soprattutto di dimensioni disperatamente limitate, realizzazione dell’idea si ebbe soltanto nel 1967 attraverso la creazione dei “diritti speciali di prelievo”, successivamente aumentati in misura praticamente irrilevante sino al 2008, quando si addivenne a una nuova emissione, di dimensioni comunque ancora ridotte rispetto agli squilibri che avrebbe dovuto sanare. Tale valuta avrebbe dovuto essere impiegata per regolare i saldi degli squilibri commerciali internazionali nell’ambito di una camera di compensazione tra tutti i paesi partecipanti al sistema.

⁹⁵ La soluzione che fu all’epoca preferita, e che, come si è visto non è stata di fatto superata neppure quando il sistema di Bretton Woods fu di fatto abbandonato, fu l’impiego di una moneta nazionale, il dollaro statunitense, come valuta di riferimento dei pagamenti internazionali, dapprima, fino al 1971, in coabitazione con l’oro, nei confronti del quale il dollaro statunitense manteneva una parità fissa, successivamente in splendida solitudine. Una soluzione che, come si è visto, diede origine al cosiddetto “paradosso di Triffin”, ancora irrisolto.

⁹⁶ Nella visione di Keynes si sarebbe dovuto incentivare questo risultato imponendo costi crescenti al crescere degli squilibri sia ai paesi creditori che a quelli debitori. Nei fatti la pratica tanto del sistema di Bretton Woods quanto del sistema successivo ha posto tutto l’onere dell’aggiustamento sui paesi debitori che non riescono a indebitarsi sul mercato finanziario mondiale.

⁹⁷ Con l’esclusione, quindi, degli investimenti diretti reali all’estero.

Woods, in parte perché erano probabilmente troppo in anticipo rispetto ai loro tempi (la globalizzazione finanziaria si sarebbe sviluppata molto più avanti) in parte perché la loro applicazione avrebbe sminuito il ruolo della nazione leader, gli Stati Uniti d'America, che ambivano a fare del dollaro il perno del sistema, e contrastarono il piano inglese con un piano che proponeva direttamente questa evoluzione (piano White) e che fu la base sulla quale si fondò il sistema di Bretton Woods. Per di più, come si è visto nel paragrafo precedente, le proposte di Keynes furono ben presto abbandonate del tutto e il sistema monetario internazionale si orientò sempre di più a favore della libera circolazione dei capitali finanziari e del mantenimento del ruolo di valuta internazionale del dollaro. Le proposte keynesiane erano state concepite per un mondo alle prese con problemi recessivi e furono abbandonate in presenza del processo di crescita economica più rilevante che il mondo abbia mai sperimentato; forse sarebbe il caso di riprenderle in considerazione oggi che il mondo, o almeno una parte rilevante di esso, è di nuovo alle prese con una situazione recessiva di dimensioni mondiali che pone problemi analoghi e deve far fronte a rischi analoghi a quelli di allora.

Un'impostazione che riprende in qualche misura quella di Keynes è stata di recente riproposta da Joseph Stiglitz, premio Nobel per l'economia nell'anno 2001 (cfr. Stiglitz, 2006). Essa si basa sulla distinzione dell'azione pubblica rispetto a quella privata attribuendo alla prima il compito di provvedere alla stabilizzazione macroeconomica e alla seconda il compito di determinare l'allocazione efficiente delle risorse attraverso i comportamenti degli operatori privati nei mercati. Secondo questa impostazione l'intervento pubblico nell'economia è necessario ogniqualvolta si verificano fallimenti di mercato e trova i suoi limiti nell'esigenza di non interferire con la funzione allocativa dei mercati. A suo avviso, nell'economia globalizzata il fallimento più rilevante del sistema monetario internazionale riguarda il coordinamento tra le economie⁹⁸ che richiede: (a) in primo luogo, che le economie sviluppate concordino insieme le politiche macroeconomiche attuate, al fine di mettere ciascuna di esse in grado di perseguire politiche espansive, laddove il non coordinamento spingerebbe molte tra queste ad adottare politiche restrittive per non compromettere l'equilibrio esterno. (b) In secondo luogo, che venga istituita una banca centrale mondiale alla quale sia attribuita la funzione di creare moneta internazionale, evitando il diffondersi della distorsione deflazionistica derivante dall'accumulazione di riserve valutarie attuata, come è già stato sottolineato nel paragrafo 8.2, da molte banche centrali. (c) In terzo luogo, che le istituzioni internazionali, principalmente la Banca Mondiale, la cui attività è deputata a questo obiettivo, sostengano i programmi di sviluppo delle economie meno ricche, fornendo finanziamenti di durata sufficientemente lunga da garantire l'avvio di processi di crescita economica incentrati sull'ampliamento della dotazione di capitale fisico, di infrastrutture e di capitale umano e sul rafforzamento delle istituzioni deputate alla supervisione e al controllo del

⁹⁸ Gli altri fallimenti di mercato da lui individuati, che non esamineremo in questa sede in quanto non strettamente pertinenti all'analisi del sistema monetario internazionale, sono quelli che riguardano le questioni ambientali, lo sviluppo della conoscenza, la sicurezza internazionale e l'assistenza umanitaria. Anche in questi campi una efficace *governance* internazionale permetterebbe di raggiungere risultati superiori a quelli che si ottengono quando ogni nazione agisce perseguendo i suoi interessi separatamente dalle altre.

funzionamento dei mercati. Perché queste riforme possano essere attuate occorre però, secondo Stiglitz, che si risolva il problema della *governance* delle istituzioni internazionali. Allo stato attuale tali istituzioni hanno un orientamento esageratamente tecnocratico. L'obiettivo che prevale nettamente nel loro programma politico è la stabilizzazione dei mercati finanziari, intesa principalmente come garanzia che i prestiti internazionali siano restituiti, quale che sia il costo sociale che i paesi debitori debbono affrontare (cfr. Stiglitz, 1999 e 2002)⁹⁹. Al sorgere del sistema di Bretton Woods questi obiettivi erano considerati tutt'al più come condizioni favorevoli al perseguimento dell'obiettivo principale, l'eliminazione di ogni forma di disoccupazione e il sostegno alla crescita del PIL mondiale. Con il passare del tempo e con l'affievolirsi del lascito culturale keynesiano, che aveva, almeno in parte indirizzato la costruzione del sistema di Bretton Woods, le condizioni sono diventate gli obiettivi e l'obiettivo è stato abbandonato. Il conseguente atteggiamento degli organismi internazionali, in particolare quello del Fondo Monetario Internazionale, ha provocato nell'economia mondiale la distorsione deflativa che ha portato alla crisi finanziaria mondiale. Il modo di contrastarla suggerito da Stiglitz è quello di assegnare al FMI il compito di creare moneta, emettendo diritti speciali di prelievo.¹⁰⁰ Si tratterebbe di aumentarne la creazione rispetto a quanto è accaduto in passato, commisurandolo al livello delle riserve ufficiali di valuta estera detenute dall'insieme dei paesi partecipanti al sistema monetario internazionale. In questo modo la distorsione deflativa cesserebbe, in quanto la liquidità tolta dalla circolazione dalle banche centrali che accrescono le loro riserve ufficiali per far fronte alla crescente incertezza dei mercati valutari mondiali sarebbe reimpressa nel circuito monetario mondiale. Per di più, questi diritti speciali di prelievo potrebbero essere utilizzati dal FMI per accendere prestiti a tassi di interesse ridotti indirizzati a finanziare progetti di sviluppo a lungo termine dei paesi poveri.

Un'impostazione decisamente differente è quella adottata dagli esponenti della scuola neoliberista. Essi ritengono che non ci sia ragione di mettere in atto modifiche sostanziali della *governance* monetaria e finanziaria mondiale e, soprattutto, sono contrari all'ampliamento dei compiti delle istituzioni preposte all'attuazione di programmi e misure di politica economica, a meno che non si tratti di programmi di puro sostegno della dinamica dei mercati.¹⁰¹ Subito dopo le crisi finanziarie degli anni novanta i principali teorici di questa scuola di pensiero – ad esempio Feldstein (1998), Eichengreen (1996), Bordo e James (2000) - hanno proposto programmi di riforma che puntavano a rafforzare il ruolo di sorveglianza del mercato finanziario mondiale svolto dal FMI, mantenendo però il vincolo che esso non possa mai assumere il ruolo di prestatore di ultima istanza (che di fatto lo porterebbe a svolgere il ruolo di banca centrale del sistema monetario internazionale, con funzioni analoghe a quelle che le banche centrali nazionali svolgono rispetto ai mercati monetari nazionali, cosa che

⁹⁹ Anche al rischio di produrre crisi finanziarie che, come si è visto, possono avere effetti molto pesanti, al limite distruttivi dei processi di sviluppo economico in corso, sulle economie dei paesi che si indebitano.

¹⁰⁰ Come fa peraltro da oltre 40 anni, ma limitando le emissioni a quantità estremamente ridotte.

¹⁰¹ Va tenuto conto che i teorici che si rifacevano a questa impostazione erano stati in precedenza i principali estensori dei principi dello *Washington Consensus*.

questi autori vedono come una eccessiva politicizzazione del suo ruolo rispetto a un mercato privato che essi ritengono comunque più efficiente di qualsiasi intervento pubblico). Le riforme da loro auspiccate dovrebbero essere indirizzate principalmente all'eliminazione dell'azzardo morale che i salvataggi pubblici inducono nel sistema bancario internazionale. Secondo questa impostazione "l'obiettivo non è costruire un sistema finanziario che sia immune da crisi...ma è invece quello di suggerire alcune riforme pratiche che miglioreranno il compromesso tra liberalizzazione finanziaria e stabilità finanziaria". (Eichengreen, 1996, pag. 7). Essi suggeriscono quindi di assegnare al FMI solamente il compito di diffondere le informazioni necessarie alla trasparenza del mercato finanziario mondiale e di fare un passo indietro nella funzione di finanziatore dei progetti di sviluppo. In questa prospettiva il FMI, affiancato dal 2009 dal *Financial Stability Fund*, dovrebbe dedicarsi maggiormente, rispetto a quanto abbia fatto in passato, alla predizione e alla prevenzione delle crisi finanziarie, mantenendo di fronte all'eventuale verificarsi di crisi finanziarie un atteggiamento per così dire "notarile", garantendo cioè soltanto che gli impegni presi vengano assolti, costi quel che costi in termini di peggioramento dell'economia reale dei paesi colti dalla crisi.

La discussione sul come modificare il sistema monetario internazionale procede da parecchi anni ma non è stato ancora trovato un minimo comune denominatore tra le due impostazioni estreme. Ciò è comprensibile, in quanto tali impostazioni esprimono punti di vista antitetici e non facilmente conciliabili ed essendo la trattativa dalla quale dovrebbe emergere la nuova *governance* dell'architettura finanziaria mondiale svolta tra paesi i cui interessi nazionali divergono sensibilmente. Tra le due posizioni estreme sono state, peraltro, avanzate nel tempo numerose proposte che mirano, da un lato, ad istituire un minimo di supervisione del sistema finanziario internazionale¹⁰² e, dall'altro, ad organizzare e rafforzare il coordinamento tra i paesi partecipanti al sistema monetario internazionale; tali proposte potrebbero costituire un primo banco di prova per un'evoluzione della *governance* finanziaria internazionale.

¹⁰² Già questo obiettivo, in un certo senso preliminare, richiederebbe che fossero risolti problemi non facili riguardo: (a) alla trasparenza del mercato finanziario mondiale (come far sì che i prezzi che in esso si formano riflettano il più fedelmente possibile le condizioni di profittabilità futura attesa delle imprese che emettono azioni e di solvibilità dei crediti che danno luogo ad obbligazioni e titoli finanziari ad esse assimilabili). (b) Al mix tra controlli, regole e libertà dei mercati più adeguato alle modalità operative del mercato finanziario mondiale. (c) Alla predisposizione di un sistema di incentivi che spinga gli operatori ad agire in modo da renderlo efficiente. Riguardo a quest'ultimo tema, due cattivi esempi sono comunemente richiamati. Se gli intermediari finanziari ritengono che qualche istituzione pubblica, banche centrali o altro, interverrà comunque a salvare le imprese che stanno fallendo, si crea una situazione di "azzardo morale"; sentendosi comunque protetti dal fallimento i banchieri tenderanno ad assumere rischi più ampi di quelli che sarebbero stati altrimenti disposti ad affrontare, aumentando il rischio complessivamente sopportato dal mercato. Se le retribuzioni dei dirigenti bancari e dei funzionari di alto livello sono principalmente costituite da *bonus* commisurati ai risultati ottenuti in un breve periodo, ad esempio anno per anno, costoro saranno indotti a preferire comportamenti che massimizzino i guadagni di breve periodo piuttosto che comportamenti improntati al rafforzamento della solidità dell'istituto finanziario; anche in questo caso concorrendo ad aumentare la percentuale di rischio affrontata. Sembra che questi due tipi di comportamento abbiano ampiamente concorso al determinarsi e all'aggravarsi della crisi finanziaria mondiale.

Riguardo alla prima questione una proposta controversa ma assai discussa nel corso dell'ultimo trentennio fu formulata da James Tobin nel 1972 (cfr. Tobin, 1978)¹⁰³. In un estremo tentativo di salvare lo spirito del trattato di Bretton Woods, che nel 1972 stava evolvendosi nel modo descritto nel paragrafo 8.2, egli propose di istituire una tassa sui movimenti di capitale a breve termine per limitarne le dimensioni ed evitare che i tassi di cambio finissero, come è poi accaduto, per essere determinati pressoché esclusivamente dai movimenti di capitale finanziario, spesso preda di ondate di speculazione destabilizzante e comunque sempre soggetti ad un'estrema variabilità. Il motivo per il quale tale proposta non ha mai avuto un'applicazione pratica è che non potrebbe essere applicata se non su scala mondiale; se non lo fosse è assai probabile che i capitali finanziari abbandonerebbero i mercati nei quali essa fosse applicata a vantaggio di quelli meno regolarizzati, spesso coincidenti con i cosiddetti "paradisi fiscali" (mercati la cui prosperità deriva dalla funzione di nascondiglio per i redditi e le ricchezze che sfuggono all'imposizione fiscale e talvolta perfino al controllo sulla legalità della loro provenienza). Va anche tenuto presente che l'applicazione di questa e di altre proposte simili è comunque frenata dalla complessità giuridica che l'imposizione di una tassa sovranazionale ad operatori privati comporterebbe data l'impressionante espansione delle dimensioni e della complessità del mercato finanziario internazionale che si è avuta dal tempo della formulazione originaria di Tobin e dato l'interesse dei "paradisi fiscali" a preservare i profitti che incamerano. Tale proposta rimane, comunque, estremamente utile come *memento* dell'obiettivo che dovrebbe guidare ogni riforma del sistema monetario internazionale: ripristinare l'uso delle politiche di sostegno della domanda da parte dei *policy maker* nazionali, in un ambito di coordinamento internazionale, contrastando la distorsione deflativa che, nelle condizioni attuali, frena lo sviluppo di tutti i paesi che non riescono ad attivare processi di crescita "tirati dalle esportazioni".

Un'altra forma di coordinamento internazionale spesso evocata riguarda la definizione di tassi di cambio di equilibrio: tassi di cambio in grado di assicurare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti a tutti i paesi facenti parte del sistema monetario internazionale. L'ipotesi, spesso implicita, che è alla base di questa impostazione è che i valori dei tassi di cambio di equilibrio dovrebbero essere stabilizzati attraverso interventi coordinati delle banche centrali aderenti al sistema monetario internazionale. Rispetto alle modalità di fissazione di tali tassi di cambio le proposte sono anch'essa molteplici. Facciamo solo quattro esempi, ripresi dai dibattiti degli anni ottanta del secolo scorso (il periodo in cui tale questione fu maggiormente dibattuta) per dare un'idea delle proposte avanzate, e, soprattutto, per rimarcare quanto le preoccupazioni che sono alla base di esse siano state di fatto superate dagli sviluppi della globalizzazione finanziaria che ha portato al predominio della speculazione finanziaria rispetto alle esigenze di finanziamento degli scambi commerciali internazionali. I primi autori che affrontarono il problema di come favorire il movimento dei tassi di cambio verso valori di equilibrio

¹⁰³ Tobin espose inizialmente la propria proposta nel 1972 (nelle Janeway Lectures dell'università di Princeton; il saggio originale fu pubblicato nel 1974) nel periodo che nel paragrafo 8.2 abbiamo definito come fase di passaggio dal sistema di Bretton Woods al sistema che sarà poi definito *Washington Consensus*, ponendosi l'obiettivo di evitare che la mobilità dei capitali finanziari privati (che egli riteneva decisamente "eccessiva", cfr. Tobin, 1978, pag. 153) distruggesse il coordinamento internazionale raggiunto comunque dall'integrazione internazionale attraverso il sistema di Bretton Woods.

sottolineavano come la stabilizzazione dei tassi di cambio richieda che le politiche monetarie siano anch'esse coordinate, in modo da evitare dinamiche dei prezzi nazionali troppo diversificate (cfr. ad esempio Cooper, 1984). Altri autori sostenevano invece l'idea che l'equilibrio dei conti con l'estero dovesse riguardare soltanto gli scambi commerciali e, tutt'al più, le partite correnti; alcuni tra questi (cfr. Mc Kinnon, 1984) proponevano di far riferimento, come indici di riferimento per il coordinamento tra i prezzi mondiali, al rapporto tra i prezzi dei beni commerciati internazionalmente piuttosto che a indici che includano anche i prezzi dei beni commerciati solo al livello nazionale; altri (ad esempio, Dornbusch e Frankel, 1987) avanzavano la proposta di segmentare i mercati dei cambi in due comparti, facendo in modo che i tassi di cambio da applicarsi agli scambi commerciali fossero differenti da quelli che si determinavano per gli scambi di attività finanziarie denominate in monete diverse. Riguardo alle modalità attraverso le quali i tassi di cambio dovrebbero muoversi verso i valori di equilibrio si è spesso suggerito (tra gli altri da Williamson e Miller, 1987) di operare in modo che i tassi si muovessero lentamente da un livello di equilibrio all'altro (secondo il principio del "crawling peg") definendo non tanto un livello di cambio di equilibrio, quando delle "zone obiettivo", relativamente ampie, all'interno delle quali il tasso di cambio potesse variare liberamente e che i gestori dei tassi di cambio si dovrebbero impegnare a difendere qualora venissero superate (secondo un principio abbastanza analogo a quello che era in vigore nel sistema di Bretton Woods).

In un mondo in cui, come si è visto in precedenza, molti paesi sono orientati a sostenere lo sviluppo attraverso le esportazioni il dibattito sul significato operativo dell'idea di tassi di cambio di equilibrio è ovviamente proceduto lentamente e con fatica. Nelle più recenti riunioni del G20 sono state avanzate proposte di coordinamento delle politiche del cambio mirate ad intervenire nel caso si verificassero, come è spesso accaduto di recente, squilibri significativi nei flussi commerciali internazionali, ma tali indicazioni non sono state per ora trasformate in proposte e/o indicazioni concrete.

Due questioni assai meno discusse ma che di tanto in tanto sono state avanzate, spesso come semplici *ballons d'essai* per contrastare le posizioni che venivano viste da alcuni paesi come contrarie ai loro interessi nazionali sono state: (a) se affiancare altre monete al dollaro nel ruolo di valuta per gli scambi internazionali. In particolare i paesi emergenti di maggiori dimensioni,¹⁰⁴ in primo luogo la Cina, propongono di passare dall'attuale sistema nel quale il dollaro è di gran lunga la moneta più utilizzata negli scambi internazionali e svolge quindi il ruolo di valuta internazionale a un sistema nel quale altre monete lo affianchino in tale funzione, al limite costituendo una valuta di conto composta dalle principali monete mondiali. (b) Nelle riunioni del G20, che di fatto esercita, sia pure incontrando qualche fatica per trovare punti comuni tra i diversi interessi nazionali, un minimo di coordinamento internazionale e di *governance* globale del sistema finanziario ed economico mondiale è sempre mancato un chiaro indirizzo sulla gestione della domanda effettiva mondiale. E' vero che di volta in volta alcuni grandi paesi, *in primis* gli Stati Uniti d'America si sono assunti il compito di guidare la crescita mondiale (in termini un po' giornalistici si dice in tali casi che il paese in que-

¹⁰⁴ Spesso indicati con l'acronimo BRICS (iniziali di Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica, i cinque maggiori tra i paesi emergenti).

stione assume il ruolo di “locomotiva” della crescita mondiale) ed è altrettanto vero che nella riunione di Washington (novembre 2008) si raggiunse l'accordo che i *policy maker* aumentassero la loro spesa pubblica complessivamente del 2% del PIL mondiale al fine di contrastare la recessione mondiale, ma è sempre stato difficile spingersi oltre queste indicazioni di massima

E' positivo che nel pieno della crisi finanziaria mondiale durante le periodiche riunioni del G20 siano stati formulati propositi di ampliamento del coordinamento internazionale e di riforma del sistema finanziario mondiale, anziché, come accadde negli anni trenta, chiusure protezionistiche, che all'epoca ebbero l'effetto di indebolire i rapporti economici internazionali e di aggravare la recessione mondiale. Nella riunione di Washington (novembre 2008) i paesi presenti presero l'impegno di sostenere l'economia mondiale con un aumento delle spese pubbliche ritenute necessarie per controbilanciare la recessione ormai in atto (e che si stimò dovessero attestarsi al 2% del PIL mondiale). Nella riunione di Londra (aprile 2009) il *Financial Stability Board* fu affiancato al FMI con il compito di “promuovere la stabilità, migliorare il funzionamento e ridurre il rischio sistemico dei mercati finanziari globali” e fu stilata una lista dei “paradisi fiscali” chiedendo ai paesi che volevano partecipare alla regolamentazione e al coordinamento del sistema finanziario internazionale di impegnarsi a rompere i rapporti intrattenuti con essi. Infine, nel comunicato finale elaborato a conclusione della riunione di Pittsburgh (novembre 2009) si affermò esplicitamente che: “la crisi economica dimostra l'importanza di inaugurare un'era di attività economica globale radicata sulla responsabilità”, due affermazioni che indicavano il proposito di sottoporre a controllo il mercato finanziario globale e di ampliare il coordinamento internazionale. Nel frattempo le Nazioni Unite resero pubblico un *Rapporto sulla riforma del sistema monetario e finanziario internazionale* elaborato da una loro commissione, presieduta da Joseph Stiglitz del quale conteneva molte idee, proponendolo, nell'autunno del 2009, come base di una discussione alla quale avrebbero dovuto partecipare tutti i 192 paesi membri dell'organizzazione. Si auspica che da questa discussione nasca un nuovo modello di *governance* che superi i limiti mostrati dal precedente anche se è un poco preoccupante che, passato il culmine della recessione, i temi della riforma del sistema monetario e finanziario internazionale e del coordinamento della *governance* economica mondiale siano stati un poco abbandonati e che le formulazioni relative ai medesimi problemi nei comunicati stilati nelle riunioni successive del G20 e di tutti gli altri organi di coordinamento internazionale siano stati assai meno netti.

In fondo, tre punti per un avvio di una praticabile riforma del sistema monetario internazionale sono abbastanza chiari e ragionevolmente condivisi:

- Aumento del coordinamento tra le maggiori economie mondiali, indirizzato all'attuazione di politiche orientate al raggiungimento della piena occupazione e del contenimento dell'inflazione su scala mondiale. Per far ciò occorrerebbe che i tassi di cambio fossero guidati verso quei valori che meglio risolvono il problema del *trade off* tra equilibrio esterno ed equilibrio interno, che il sostegno di tali tassi di cambio fosse concertato tra i *policy maker* preposti alla gestione del cambio nei vari paesi e che il coordinamento si estenda al controllo

e alla risoluzione delle distorsioni che eventuali *shock reali* possono determinare in singoli paesi.

- Sostegno ai programmi di sviluppo dei paesi, soprattutto sottosviluppati o tutt'al più emergenti, che li intraprendono. La Banca Mondiale è probabilmente l'istituzione internazionale meglio attrezzata per questo compito.

- La sorveglianza del mercato finanziario globale andrebbe rafforzata, dati i pericoli di crisi sistemica emersi negli anni della crisi e incombenti per il futuro. Tale compito non è più competenza esclusiva del FMI, al quale è stato ormai affiancato il *Federal Stability Board*, e andrebbe indirizzata a dare trasparenza ad un mercato che per le sue dimensioni e la sua rapidità di movimento rischia di diffondere squilibri gravi su tutta l'economia mondiale.

Su questi terreni, che non coprono certo tutti i temi che sarebbe necessario fossero inclusi in una riforma del sistema monetario internazionale, potrebbe essere avviato un confronto che, ad opinione di chi scrive, dovrebbe coinvolgere il numero più ampio possibile dei paesi interessati, il quale, pur non risolvendo i problemi più gravi, potrebbe creare il clima adeguato per affrontare l'assai più controversa questione se il predominio del dollaro come valuta di riserva internazionale determini o meno distorsioni deflazionistiche all'economia mondiale. Su questo punto le divergenze tra gli autori di differenti impostazioni teoriche sono nette: gli autori di scuola keynesiana denunciano l'esistenza di una tale distorsione e sostengono che sia necessaria la costituzione di istituzioni internazionali che attuino politiche macroeconomiche di sostegno della domanda (praticamente essi chiedono che sia applicato oggi il piano Keynes che fu bocciato sessanta anni fa a Bretton Woods). Gli autori che fanno riferimento alle scuole di pensiero neoclassiche e monetariste valutano con grande sospetto evoluzioni di questo tipo e confidano nella capacità dei mercati di spingere l'economia mondiale verso la piena occupazione delle risorse produttive. E' su questa questione che la riforma del sistema monetario internazionale è ormai bloccata da parecchi anni. Certo, si tratta di un processo politico, ed è, quindi, sottoposto alle esigenze e ai "tempi" della politica, ma solo se si affronteranno tutti i problemi in un quadro unitario, come accadde a Bretton Woods, sarà possibile costruire un'architettura finanziaria internazionale solida. Il suggerimento di affrontare prima i temi meno spinosi riflette la speranza che sulla scia degli accordi sulle questioni semplici si possa pervenire a una vera e propria riforma complessiva (o, più probabilmente, a una serie di aggiustamenti pragmatici progressivi che alla fine riescano a coprire tutti gli aspetti rilevanti) e a disinnescare il pericolo che le difficoltà di uscita definitiva dalla crisi finanziaria e produttiva che parecchi paesi stanno incontrando conduca a una crisi dei rapporti economici internazionali, che, come accadde negli anni trenta del secolo scorso, potrebbe incancrenire la recessione e condurre a conseguenze, economiche e politiche, estremamente pericolose.

Bibliografia della seconda parte

Ackley, G. R. (1971): *Macroeconomic Theory*, The Mac Millan Press, Londra e Basingstoke. (Edizione italiana: *Teoria macroeconomica*, Einaudi, Torino, 1971).

Ackley, G. R. (1978): *Politica economica e ordine internazionale: l'evoluzione delle organizzazioni economiche internazionali*, Etas libri, Milano.

Arrow, K. J. e Debreu, G. (1954): Existence of Equilibrium for a Competitive Economy, *Econometrica*; Vol. XXII, 3/1954, pagg. 265-290.

Banca d'Italia (vari anni): *Relazione del Governatore*, Roma.

Blanchard, O. (1979): Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations, *Economic Letters*; Vol. III, March, pp. 387-389.

Blanchard, O. J. (2011): *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna.

Blanchard, O. J. e Kyiotaki, N. (1987): Monopolistic Competition and the Effects on Aggregate Demand, *American Economic Review*; Vol. LXXVII, pp. 647-666. (Traduzione italiana: "La concorrenza monopolistica e gli effetti della domanda aggregata", in M. Murat e S. Paba, a cura di, *Teorie della disoccupazione involontaria*, Il Mulino, Bologna, 1992).

Bordo, M. D. e James, H. (2000): *The International Monetary Fund: Its present Role in Historical Perspective*, National Bureau of Economic Research working paper series n° 7724, Cambridge, Massachusetts.

Braudel, F. (1981): *La dinamica del capitalismo*, Il Mulino, Bologna. (Edizione originale: *Afterthoughts on Material Civilization and Capitalism*, Johns Hopkins University Press, 1977).

British Government Publications, Cmd. 6437 (attribuito a John Maynard Keynes) (1943): Proposals for an International Clearing Union, in H. G. Grubel (editor) (1964): *World Monetary Reform. Plans and Issues*. Stanford University Press, Stanford, California; pp. 56-79.

Carlin, W. e Soskice, D. (1^a edizione: 1990): *Macroeconomics and the Wage Bargain: A Modern Approach to Employment, Inflation and the Exchange Rate*, Oxford University Press, Oxford. (Edizione italiana: *Macroeconomia e contrattazione sindacale*, CLUEB, Bologna, 1992).

Cassel, G. (1922): *Money and Foreign Exchange After 1914*, Constable, Londra.

Clower, R. W. (1965): The Keynesian Counter-revolution. A Theoretical Appraisal, in F. H. Hahn e F. P. R. Brechling (editors): *The Theory of Interest Rates*. Mac Millan, Londra. (Traduzione italiana: “La controrivoluzione keynesiana. Un apprezzamento teorico”, in R. W. Clower, a cura di, *La teoria monetaria*, Franco Angeli, Milano, 1972).

Cooper, R.N. (1984): A Monetary System for the Future, *Foreign Affairs*; Vol. LXIII, n° 1, Fall, pp. 166-184.

De Grauwe, P. (1983): Oscillations and Catastrophe Theory, in E. Claassen e P. Salin editors): *Recent Issues in the Theory of Flexible Exchange Rates*, North Holland, Amsterdam; pp. 181-193.

De Grauwe, P. (2011): *The Governance of a Fragile Eurozone*, CEPS Working Document, n° 346, May.

Dornbusch, R. (1979): Expectations and Exchange Rate Dynamics, *Journal of Political Economy*; Vol. LXXXIV, March, pp. 1161-1176. (Traduzione italiana: “Aspettative e dinamica del tasso di cambio”, in R. Cohen e F. Giavazzi, a cura di, *La fluttuazione dei cambi, modelli teorici e regolarità empiriche*, Etas libri, Milano, 1982).

Dornbusch, R., Fischer S. e Samuelson P. (1977): Comparative Advantage, Trade and Payments in a Ricardian Model, *American Economic Review*; Vol. LXVII, December, pp. 823-839.

Dornbusch, R. e Frankel, J. (1987): *The Flexible Exchange Rate System: Experience and Alternatives*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 2464, Cambridge (Massachusetts).

Eichengreen, B. J. (1996a): *Toward a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington (D.C.). (Edizione italiana: *Riformare la finanza internazionale*, EGEA, Milano, 2001).

Eichengreen B. J. (1996b): *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey. (Edizione italiana: *Globalizzazione del capitale: storia del sistema monetario internazionale*. Baldini & Castaldi, Milano, 1998).

Einaudi, L. (1949): *Lezioni di politica sociale*. Giulio Einaudi editore, Torino.

Feldstein, M. S. (1998): Refocusing the IMF, *Foreign Affairs*; n° 2, March-April; pp. 20-33.

Felkerson, J. (2011): *\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bail-out by Funding Facility and Recipient*; Levy Economics Institute of Bard College; December; http://www.levynstitute.org/pubs/wp_698.pdf.

Fleming, J. M. (1962): Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates, *IMF Staff Papers*; Vol. IX, pp. 369-379.

Fisher, I. (1933): The Debt Deflation Theory of Great Depressions, *Econometrica*; Vol. I, pp. 337-357.

Friedman, M. (1968): The Role of Monetary Policy, *American Economic Review*; Vol. LVIII, pp. 1-17. (Traduzione italiana: "Il ruolo della politica monetaria, in G. Bellone, a cura di, *Il dibattito sulla moneta*, Il Mulino, Bologna, 1972).

Friedman, M. (1971): *A Theoretical Framework for Monetary Analysis*, National Bureau of Economic Research, New York.

Friedman, M. (1974): *Unemployment versus Inflation: An Evaluation of the Phillips Curve*, Institute for Economic Affairs, Occasional Paper 44, Londra.

Fukuyama, F. (1992): *The End of History and the Last Man*, Free Press, New York (edizione italiana: *La fine della storia e l'ultimo uomo*. Rizzoli, Milano, 1996).

Greenwald, B. C. e Stiglitz, J. E. (1988): Examining Alternative Macroeconomic Theories, *Brookings Papers on Economic Activity*; Vol. I, pp. 207-260.

Greenwald, B. C. e Stiglitz, J. E. (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Cambridge University Press, Cambridge, Massachusetts.

Guttman, R. (1997): *Reforming Money and Finance: Toward a New Monetary Regime*, M. E. Sharpe, Armonk, New York.

Harrod, R. (1939): *International Economics* (2nd Edition), Cambridge University Press, Londra.

Hicks, J. R. (1937): Mr Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation. *Econometrica*; Vol. V, pp. 147-159.

Hicks, J. R. (1977): *Economic Perspectives*, Clarendon Press, Oxford.

Hobsbawm E. J. (1999): *Intervista sul nuovo secolo*, Editori Laterza, Roma-Bari.
Hume, D. (1^a edizione: 1752): *Political Discourses*, edizione curata da E. Rotwein (1955): *David Hume, Writings on Economics*, Thomas Nelson, Londra.

I.M.F. (International Monetary Fund, Fondo Monetario Internazionale) (1993): *Balance of Payments Manual*. 5^a edizione, Washington.

I.M.F. (1997): *World Economic Outlook. Globalization: Opportunities and Challenges*, Whashington.

Jackman, R., Layard, R., Nickell, S. e Wadwhani, S. (1989): *Unemployment* (mimeo, sintentizzato in Carlin W. e Soskice D., op. cit., cap. 17.1.1).

Kaldor, N. (1970): The Case for Regional Policy. *Scottish Journal of Political Economy*; Vol. XVII, n° 3, November; pp. 337-348.

Kalecki, M. (1939): Elementi di una teoria del ciclo economico, in *Studi sulla teoria dei cicli economici*; edizione italiana: Il Saggiatore, Milano, 1972.

Keynes J. M. (1925): The Economic Consequences of Mr Churchill, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Vol. IX: Essays in Persuasion*. The Mac Millan Press, Londra. (Edizione italiana: *Esortazioni e profezie*. Il Saggiatore, Milano, 1968).

Keynes, J. M. (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The Mac Millan Press, Londra. (Edizione italiana: *La teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Utet, Torino, 1971).

Keynes, J. M. (1937): The General Theory of Employment, *The Quarterly Journal of Economics*, February, riprodotto nei *Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XIV: The General Theory and After. Part 2 – Defence and Development*. The Mac Millan Press, Londra e Basingstoke; 1973: pagg. 109-123.

Keynes, J. M. (1973a): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XIII: The General Theory and After. Part 1 – Preparation*. The Mac Millan Press, Londra e Basingstoke.

Keynes, J. M. (1973b): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XIV: The General Theory and After. Part 2 – Defence and Development*. The Mac Millan Press, Londra e Basingstoke.

Keynes, J. M. (1979): *The Collected Writings of John Maynard Keynes. Volume XXIX: The General Theory and After. A Supplement*. The Mac Millan Press, Londra e Basingstoke.

Krugman, P. (1979): A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit and Banking*; Vol. XI, n° 3, August, pp. 311-325.

Layard, R. e Nickell, S. (1985): The Causes of British Unemployment, *National Institute Economic Review*; Vol. CXI, febbraio; pp. 62-85.

- Leijonhufvud, A. (1968): *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, Oxford University Press, New York. (Edizione italiana: *L'economia keynesiana e l'economia di Keynes: indagine di teoria monetaria*, Utet, Torino, 1976).
- Lucas, R. E. (1972): Expectations and the Neutrality of Money, *Journal of Economic Theory*; Vol. IV, pp. 103-124. (Traduzione italiana: "Aspettative e neutralità della moneta", in R. E. Lucas: *Studi sulla teoria del ciclo economico*, Giuffrè, Milano, 1986).
- Lucas, R. E. (1975): An Equilibrium Model of the Business Cycle, *Journal of Political Economy*; Vol. LXXXIII, pp. 13-44. (Traduzione italiana: "Un modello di equilibrio del ciclo economico", in R. E. Lucas: *Studi sulla teoria del ciclo economico*, Giuffrè, Milano, 1986).
- Malinvaud, E. (2000): Il ruolo delle politiche strutturali a favore dell'occupazione, *Rivista di Politica Economica*, Vol. XC, dicembre, pp. 11-3679.
- Mc Kinnon, R. I. (1979): *Money in International Exchange. The Convertible Currency System*, Oxford University Press, Oxford e New York.
- Mc Kinnon, R. I. (1984): *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economy, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Mc Kinnon R. I. (1996): The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, *Journal of Economic Literature*; Vol. XXXI, March, pp. 1-44.
- Minsky, H. P. (1993): The Financial Instability Hypothesis, in P. Arestis e M. Sawyer (editors) *Handbook of Radical Political Economy*, Edward Elgar, Aldershot.
- Modigliani, F. (1944): Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money, *Econometrica*; Vol. XII, January, pp. 45-88.
- Mundell, R. A. (1961): A Theory of Optimum Currency Areas, *The American Economic Review*, Vol. LI, n° 4, September, pp. 657-665.
- Mundell, R. A. (1962): The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates, *IMF Staff Papers*, Vol. IX, pp. 70-79.
- Mundell, R. A. (1963): Capital Mobility and Stabilisation Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, *Canadian Journal of Economics and Political Science*; Vol. IXXX, n° 4, November, pp. 475-485.
- Mundell, R. E. (1968): *International Economics*, The Mac Millan Press, Londra (edizione italiana: *Economia Internazionale*, Utet, Torino, 1974).
- Mundell R. A. (1972): The Future of the International Monetary System, in A. L. K. Acheson, J. F. Chant e M. F. J. Prachowny (editors): *Bretton Woods Revisited*, University of Toronto Press, Toronto.

- Mundell R. A. (1999): *A Reconsideration of the Twentieth Century*, Nobel Prize Lecture, Stoccolma, 8/12/1999 (disponibile sul sito: www.nobel.se).
- Ninni, A. (2009): *Misure anti-crisi e ristrutturazione industriale*; Parma Seminar; 5 novembre 2009 (mimeo).
- Nurkse, R. I. (1944): *International Currency Experience*, League of Nations, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Obstfeld, M. (1996): Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features, *European Economic Review*; Vol. XL, pp 1037-1047.
- OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) (2008): *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*. Parigi.
- Officer, L. H. (1976): The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article, *IMF Staff Papers*; Vol. XXII, March, pp. 1-60.
- Pasinetti, L. L. (2010): *Keynes e i keynesiani di Cambridge. Una <<rivoluzione in economia>> da portare a compimento*, Roma-Bari, Editori Laterza. (Edizione italiana dell'originale inglese *Keynes and the Cambridge Keynesians. A 'Revolution in Economics' to be accomplished*, Cambridge University Press, Cambridge, U.K., 2007).
- Patinkin, D. (1959): Keynesian Economics Rehabilitated: A Rejoinder to Professor Hicks, *Economic Journal*; Vol. LXIX, September, pp. 582-587.
- Patinkin, D. (1965): *Money, Interest and Prices* (2nd Edition), Harper & Row Publishers, Evanston, Illinois. (Edizione italiana: *Moneta, interesse e prezzi*, Cedam, Padova, 1977).
- Pigou, A. C. (1941): *Employment and Equilibrium – A Theoretical Discussion*, Mac Millan, Londra.
- Reich, R. B. (2010): *Aftershock. The Next Economy's and America's Future*, Borzoi Books, Alfred A. Knopp, New York. (Edizione italiana: *Aftershock. Il future dell'economia dopo la crisi*, Fazi editore, Roma, 2011).
- Reinhart, C. M. e Rogoff, K. S. (2009): *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Ricardo D. (1^a edizione: 1817): *The Principles of Political Economy and Taxation*, Irwin Homewood, 1963 (ristampa). (Edizione italiana: *Principi dell'economia politica e delle imposte*, Utet, Torino, 1965).
- Robinson, J. V. (1971): *Economic Heresies*, The Mac Millan Press, Londra e Basingstoke.

Rodrik, D. (2011): *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, W.W. Norton and Company, New York-Londra. (Edizione italiana: *La globalizzazione intelligente*, Giuseppe Laterza & Figli, Roma-Bari, 2011).

Rodrik, D, Subramanian, A. e Trebbi F. (2004): Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development, *Journal of Economic Growth*; Vol. IX, n° 2, pp. 1-35.

Skidelsky, R. (2009): *Keynes. The Return of the Master*. Public Affairs, New York.
Smith A. (1^a edizione: 1776): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford University Press, 1976 (ristampa). (Edizione italiana: *La ricchezza delle nazioni*, Utet, Torino, 1958).

Soros, G. (1998): *The Crisis of Global Capitalism: Open Society Endangered*. Public Affairs, New York.

Stiglitz, J. E. (1999): The World Bank at the Millenium, *The Economic Journal*; Vol. CIX, November, pp. F577-F597.

Stiglitz, J. E. (2002): *Globalization and Its Discontents*, W. W. Norton & Company, New York. (Edizione italiana: *La globalizzazione e i suoi oppositori*. Giulio Einaudi editore, Torino, 2002).

Stiglitz, J. E. (2006): *Making Globalization Work*, W. W. Norton & Company, New York. (Edizione italiana: *La globalizzazione che funziona*, Giulio Einaudi editore, Torino, 2006).

Stiglitz, J. E. (2010): *Freefall. America, Free Markets and the Sinking of the World Economy*. (Edizione italiana: *Bancarotta. L'economia globale in caduta libera*, Giulio Einaudi editore, Torino, 2010).

Stiglitz, J. E. e Weiss, A. (1981): Credit Rationing and Markets with Imperfect Information, *American Economic Review*; Vol. LXXI, pp. 393-410.

Thirlwall, A. P. (1979): The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences, *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*; marzo; pp. 45-53.

Tobin, J. (1979): A Proposal for International Monetary Reform, *Eastern Economic Journal*; Vol. IV, n° 3/4, pp. 153-159.

Tobin, J. (1980): *Asset Accumulation and Economic Activity*, Basil Blackwell, Oxford.

Triffin, R. (1964): *The Evolution of the International Monetary System: Historical Re-appraisal and Future Perspectives*, Princeton Studies in International Finance, n° 12, Department of Economics, Princeton University, New Jersey, 1964.

Triffin, R. (1968): *Our International Monetary System*, Random House Inc., New York (edizione italiana: *Il sistema monetario internazionale: ieri, oggi e domani*. Einaudi, Torino, 1973).

United Nations (2009): *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*. Washington.

Vicarelli, F. (1989): *Keynes. L'instabilità del capitalismo*. Il Mulino, Bologna.

Williamson, J. (1990): *Latin America Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, Washington, D. C.

Williamson, J. e Miller, M. H. (1987): *Targets and Indicators: a Blueprint for the International Coordination of Economic Policy*, Institute for International Economics, Washington, D. C.

World Bank (1997): *Proceedings of Annual Bank Conference on Development Economics* (a cura di B. Pleskovic e J. E. Stiglitz). Washington, D. C.

Wray, L. R. (2011): *\$29,000,000,000,000: A Detailed Look at the Fed's Bail-out by Funding Facility and Recipient*; Levy Economics Institute of Bard College; 12 December; http://www.levynstitute.org/pubs/op_23.pdf.

