

POLITICA ECONOMICA - 12:

Politiche macroeconomiche in economia aperta.

LIBRO DI RIFERIMENTO:

ENRICO MARELLI E MARCELLO SIGNORELLI (2015), «POLITICA ECONOMICA. LE POLITICHE NEL NUOVO SCENARIO EUROPEO E GLOBALE», GIAPPICHELLI EDITORE, TORINO.

Mercati valutari e regimi di cambio

- Nel **mercato valutario** o dei **cambi** sono determinati i prezzi di una o più valute in termini delle altre, ovvero i tassi di cambio.
 - Le **valute** sono **convertibili** se possono essere scambiate liberamente sui mercati internazionali, secondo le regole che costituiscono un determinato sistema di cambio.
 - Un **regime o sistema di cambio** è un insieme di regole individuate da due o più paesi che riguardano lo scambio delle rispettive valute nazionali.
- Il tasso di cambio **nominale bilaterale** (E) è il prezzo di una valuta (ad es. l'euro) in termini di un'altra valuta (ad es. il dollaro).
 - Si ha **apprezzamento** del tasso di cambio della valuta nazionale quando il valore dell'euro aumenta rispetto a quello del dollaro (ad es. il cambio passa da \$ 1,2/1 € a \$ 1,4/1 €); nel caso contrario, si parla di **deprezzamento**.
- Il tasso di cambio **nominale effettivo** si ottiene calcolando la media (ponderata) di diversi tassi di cambio unilaterali (ad es. dollaro/euro, sterlina/euro, yen/euro, ecc.).

Tassi di cambio reale e indicatori di competitività

- Il **tasso di cambio reale** bilaterale si ottiene con la formula:

$$E_r = (P \cdot E) / P^*$$

dove P rappresenta il prezzo dei beni nazionali (ad esempio, in euro) e P^* è il prezzo dei beni esteri (ad esempio, in dollari statunitensi).

- Se invece calcoliamo lo stesso indicatore riferendoci al rapporto tra un dato paese e un gruppo di paesi esteri otteniamo il **tasso di cambio reale effettivo** (come media ponderata dei tassi di cambio reali unilaterali).
- Un **indice di competitività** è il reciproco del tasso di cambio reale:
$$\gamma = 1/E_r = P^* / (P \cdot E)$$
 - Un **apprezzamento del tasso di cambio reale** (una diminuzione di γ) indica una **perdita di competitività**; aumenta il prezzo delle merci nazionali espresso nella moneta estera rispetto ai prezzi del paese estero. Peggiora quindi il saldo commerciale (X-Q) e provoca una diminuzione delle partite correnti.
 - Al contrario, un **deprezzamento** del tasso di cambio reale (un aumento di γ) è associato ad un **aumento della competitività** sui mercati internazionali.
 - Tralasciamo qui la **non price competition**, influenzata da elementi come la qualità dei prodotti esportati, le strategie di vendita e di marketing delle imprese, il tipo di specializzazione produttiva, la complessiva efficienza sistemica dell'economia nazionale.

Determinanti dei cambi

- L'**approccio monetario** ai tassi di cambio sostiene che il livello del cambio viene determinato (con cambi flessibili) dall'incontro tra il "flusso" di domanda e quello di offerta di valuta e che gli squilibri della bilancia dei pagamenti aggiustano il cambio
 - un **surplus** della bilancia dei pagamenti corrisponde ad un eccesso di domanda di valuta nazionale, che ne causa un **apprezzamento**; al contrario, un **deficit** corrisponde ad un eccesso di offerta di valuta, con un conseguente **deprezzamento**.
- L'**approccio di portafoglio** si basa sull'**analisi degli "stock"** (invece che dei flussi) e considera la detenzione di moneta come una attività finanziaria alla quale corrisponde una determinata relazione rischio/rendimento
 - la "**diversificazione**" del portafoglio determina la distribuzione ottimale delle diverse attività finanziarie: monete, azioni, obbligazioni, ecc. (denominate anche in valute differenti).
- La **teoria della parità dei poteri d'acquisto** (rilevante nel lungo periodo) sostiene che il tasso di cambio corrisponde al rapporto tra i prezzi di un paniere di beni comuni in due paesi; quindi il cambio reale è costante
 - la variazione percentuale (qui indicata con ') del cambio nominale è pari alla variazione percentuale del rapporto tra i prezzi nei due paesi del paniere, cioè approssimativamente al **differenziale di inflazione**.

$$E_r' = E' + P' - P^* = 0 \quad \Rightarrow \quad E' = P^* - P'$$

Regimi di cambio

1. Si parla di **cambi fissi** quando i paesi individuano una **parità di riferimento**, che non cambia nel tempo (oppure si modifica saltuariamente quando si cambiano le regole fissate).
 - Il tasso di cambio fisso tra due valute è pari ad un preciso rapporto di cambio – sistema di **cambi fissi con parità puntuale** – oppure è una parità di riferimento intorno alla quale il rapporto di cambio tra diverse monete può oscillare – sistema di **cambi fissi con banda di oscillazione**.
 - Per «difendere» il cambio fisso occorrono adeguate **riserve** (in oro o valute pregiate).
2. Quando invece il rapporto di cambio può fluttuare liberamente, essendo stabilito dalle forze di mercato, si parla di **cambi flessibili**.
 - Mentre nel caso dei cambi flessibili ci si riferisce ad un aumento o ad una diminuzione del tasso di cambio (E) con i termini **apprezzamento** e **deprezzamento**, nel caso di cambi fissi si parla, rispettivamente, di **rivalutazione** e **svalutazione**.
 - Anche in questo regime il cambio è influenzato dalla **politica monetaria**.
3. In un contesto di cambi flessibili è però possibile che le autorità di politica economica dei diversi paesi intervengano per limitare le fluttuazioni del cambio: è la **fluttuazione amministrata o sporca**.
 - Un altro regime intermedio tra cambi fissi e flessibili è quello delle **zone obbiettivo** (cfr. Williamson) in cui le parità centrali tra valute possono essere riviste periodicamente e hanno bande di oscillazione relativamente ampie (tipo SME).

Efficacia delle manovre del tasso di cambio

- In caso di disavanzo della BP, si consiglia spesso una **svalutazione** per migliorare la bilancia commerciale. L'**efficacia**, in particolare sulle esportazioni nette ($NX = X - IM$), **dipende da**:
 - **condizioni di Marshall-Lerner**: la manovra del tasso di cambio conduce ad un miglioramento se e solo se la somma delle elasticità delle importazioni e delle esportazioni rispetto al tasso di cambio (in valore assoluto) è > 1 ;
 - **non** devono essere presenti **rigidità dal lato dell'offerta**: altrimenti si innesca il "**circolo vizioso**" **svalutazione-inflazione**, per cui i benefici della svalutazione sono limitati al breve-medio periodo;
 - le variazioni del tasso di cambio devono raggiungere i consumatori finali e non andare al solo beneficio dei profitti dei venditori (**effetto pass-through**);
 - se le quantità di esportazioni ed importazioni non si modificano istantaneamente, la manovra del tasso di cambio può anche peggiorare il saldo commerciale poiché aumenta il valore relativo delle importazioni, causando il cosiddetto "**effetto J**" (peggiore di medio periodo);
 - Infatti possiamo scrivere: $NX = p_X q_X - p_{IM} q_{IM}$ (con le quantità q temporaneamente fisse)
 - la manovra del tasso di cambio **non** deve ingenerare **ulteriori attese di svalutazione**, assicurando così la stabilità dei flussi di capitali; altrimenti le aspettative di svalutazione causerebbero un deflusso di capitali.

Paesi grandi e paesi piccoli

- Diversa efficacia del tasso di cambio secondo le dimensioni del paese:
 - i **paesi grandi** hanno un grado di apertura internazionale relativamente basso e quindi le modificazioni del **tasso di cambio** hanno un **impatto moderato** sull'andamento economico;
 - per i **paesi piccoli** il tasso di cambio è una variabile economica **cruciale**.
- Forme di **rinuncia all'autonomia** delle politiche monetarie nazionali:
 - oltre alla perdita dello strumento monetario nei **sistemi di cambi fissi** e, ovviamente, nelle **unioni monetarie**;
 - un'esplicita rinuncia all'autonomia della politica monetaria (ad es. per acquisire credibilità antinflazionistica) è quella del **pegging del tasso di cambio** rispetto ad una valuta di riferimento: il dollaro Usa e (in passato) il marco tedesco;
 - nel caso del **currency board**, un paese dichiara di assicurare al pubblico il cambio tra due monete in ogni momento ad un cambio prefissato (ad es. Argentina);
 - soluzione ancora più estrema: adozione diretta di una valuta straniera (ad es. **dollarizzazioni** nei paesi dell'America Latina o l'euro nel Montenegro).
- **Modelli centro-periferia** (cfr. De Cecco):
 - le scelte di politica monetaria del "paese-centro" (ad es. gli Usa) vengono prese in funzione dell'andamento dell'economia interna, ma influenzano il ciclo finanziario internazionale, con conseguenze sui paesi della "periferia" (ad es. rialzo dei tassi negli Usa negli anni '80 e crisi del debito nei PVS);
 - ora approccio diverso della Yellen....

Cambi fissi e cambi flessibili

- I principali **benefici di un regime di cambi fissi**:
 - **si riduce l'incertezza** nei pagamenti e quindi si facilitano gli scambi commerciali, le decisioni produttive e di investimento,
 - i **cambi flessibili** sono spesso **eccessivamente volatili**, non riflettendo i ***market fundamental*** ma essendo spesso generati da ondate speculative,
 - anche quando il cambio nominale è fisso, il **cambio reale** è pur sempre flessibile,
 - si evita che la banca centrale possa comportarsi in modo opportunistico ed un paese tendenzialmente propenso all'inflazione può cercare di **"importare" credibilità antinflazionistica** dall'estero.
- Il principale **costo** dei cambi fissi è la **perdita dello strumento del cambio** e della manovra dei tassi d'interesse, ossia **di politiche monetarie autonome** (vedi oltre).
- In generale gli economisti **keynesiani** tendono a preferire i cambi flessibili, in quanto si può sostenere la domanda aggregata attraverso il deprezzamento del cambio; ma un regime di cambi fissi tende ad assicurare un quadro di **stabilità** per gli scambi internazionali.
 - Una situazione limite – di cambi fissi – si ha nelle **unioni monetarie**. I suoi membri possono aumentare la competitività dei loro beni solo promuovendo incrementi della produttività.

Sistemi di cambi fissi: dal Gold Standard a Bretton Woods

- Nel mondo, a fine '800 (dal 1870 al 1914) vi era il regime del **gold standard** (sistema aureo), che prevedeva la piena convertibilità in oro e parità fisse (anche con l'oro).
 - Dominanza dell'impero britannico e della sterlina inglese. Prima Globalizzazione.
 - Tentativo inglese di tornare al *gold standard* negli anni '20 criticato da Keynes. Seguì (dopo la Grande Depressione) la profonda **instabilità valutaria negli anni '30**: politiche protezionistiche, autarchiche, svalutazioni competitive.
- Il regime di **Bretton Woods**, introdotto nel 1944, ha caratterizzato con cambi **quasi fissi** i decenni '50 e '60 del secolo scorso.
- Nello stesso anno nascono le due importanti **istituzioni** mondiali: IMF e WB.
 - All'inizio comprendevano 44 membri, oggi oltre 180.
- 1. Il **Fondo monetario internazionale** (*International Monetary Fund, IMF*)
 - E' supervisore della stabilità dei cambi nel mondo e fornisce assistenza ai paesi indebitati con difficoltà finanziarie
 - I prestiti sono spesso condizionati a riforme delle politiche e delle istituzioni nazionali.
- 2. La **Banca mondiale** (*World Bank, WB*; nome completo: "International Bank for Reconstruction and Development")
 - Fornisce **aiuti allo sviluppo** (inclusi prestiti con bassi tassi d'interesse), soprattutto per i paesi più poveri, che devono presentare specifici progetti di lungo periodo.
 - Criticato, ad es. da J. Stiglitz, il **Washington consensus**, che pone l'ideologia del libero mercato in cima alle agende di riforma (richiedendo interventi sui mercati, sui diritti di proprietà, su privatizzazioni e liberalizzazioni commerciali) e, spesso con "terapie shock" che prescindono dalle condizioni nazionali.
 - Diverso atteggiamento dopo la crisi finanziaria del 2008.

Caratteristiche del regime di Bretton Woods

- Si tratta di un regime di **cambi fissi ma aggiustabili**; ammesse variazioni delle parità entro una banda del $\pm 0,75\%$ rispetto al \$;
- fino alla fine degli anni '50, era un sistema di **gold-exchange standard** (garantita la convertibilità del dollaro in oro ad un prezzo fisso, a lungo \$35 l'oncia), poi divenne un **dollar-standard** (prezzo dollaro/oro non più fisso);
- in presenza di **squilibri fondamentali** (mutamenti strutturali, differenze sostanziali tra i tassi d'inflazione o di crescita, crisi persistenti nelle bilance dei pagamenti), le parità potevano essere variate (previo assenso del FMI);
- per mantenere fissi i cambi, previsti **interventi sul mercato dei cambi** e necessità di mantenere adeguate **riserve** (oro e valute pregiate); in alternativa, suggeriti **controlli sui movimenti di capitali**;
- **linee di credito**, messe a disposizione dallo stesso FMI, per contrastare gli attacchi speculativi; ma crediti, inclusi quelli *stand-by*, concessi previa verifica dei piani di aggiustamento;
- il FMI, oltre al sostegno ai paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti, svolge un'azione di **assistenza e sorveglianza**; ad es. verificando l'attuazione dei **piani d'aggiustamento** macroeconomico, facilitando in certi casi la rinegoziazione del debito estero dei PVS, ecc.

La fine del sistema di Bretton Woods

- La **stabilità dei cambi**, assieme alla progressiva liberalizzazione degli scambi (negoziati GATT) ed alle innovazioni nei trasporti e comunicazioni, favorì la robusta **crescita del commercio mondiale** negli anni '50 e '60.
 - Periodo spesso ricordato come la "età d'oro del capitalismo".
- Il dollaro fungeva da **moneta di riserva internazionale** (*dollar standard*) e la FED svolgeva parzialmente la funzione di "prestatore di ultima istanza" per il sistema monetario internazionale.
- Essendo il **sistema asimmetrico**, il regime fu stabile fino a quando gli obiettivi di politica economica erano sostanzialmente gli stessi tra i paesi aderenti.
 - Alla fine degli anni '60, le politiche USA (finanziamento della spesa pubblica, politiche monetarie accomodanti) misero a repentaglio la stabilità dei prezzi, considerata invece prioritaria da altri paesi (Germania).
 - La crescente inflazione americana e i disavanzi nelle bilance dei pagamenti rendevano meno credibile la parità tra dollaro ed oro; infine la Germania alzò in modo autonomo i tassi d'interesse, provocando un deflusso di capitali dal dollaro.
- Nell'agosto del 1971, la decisione di Nixon di svalutare il dollaro e di non garantire più la convertibilità in oro fece **crollare il regime di Bretton Woods**, con bande di fluttuazione allargate e poi una libera fluttuazione a partire dal 1973 (anno del primo shock petrolifero).
- Da allora, c'è un sistema di **cambi flessibili tra le grandi aree valutarie** del mondo, a parte accordi di cambio su scala **regionale** (come lo SME nell'UE, poi sfociato nella Unione monetaria europea: *cf. cap. 16*).

Il gruppo del G-20

- Accanto al **FMI** ed alla **Banca mondiale** (ed in aggiunta alla WTO per le politiche commerciali: *cfr. cap. 14*) vi sono altri consessi in cui sono coordinate le politiche economiche a livello mondiale.
- Dopo la crisi finanziaria, discussioni sulla **ristrutturazione dell'architettura del sistema finanziario internazionale** (nuova *Bretton Woods* ?) in diverse sedi:
 - **Financial Stability Board** (FSB)
 - prima chiamato *Financial Stability Forum*, organismo informale dal 1999 (presieduto fino al 2011 da M. Draghi);
 - *Basel Committee on Banking Supervision*: standard contabili (Basilea II, III, ecc.).
- Ora conta soprattutto il gruppo **G-20**:
 - Prima c'erano il **G-7** (dal 1975) ed il **G-8** (dal 1998): vertici dei Capi di Stato o di Governo.
 - Il G-20 operava informalmente (dal 1999, prima riunione a Berlino, ma solo ministri delle finanze e governatori delle banche centrali), ma ha preso il posto del G-8 a partire dal vertice di Pittsburgh (2009).
 - Dopo la crisi, **summit** più formali (con Capi di stato o di governo) a Washington, Londra, Pittsburgh.
 - Fanno parte: Argentina, Australia, Brazil, Canada, China, France, Germany, India, Indonesia, Italy, Japan, the Republic of Korea, Mexico, Russia, Saudi Arabia, South Africa, Turkey, the United Kingdom, the United States of America; oltre all'Unione europea.
 - Rappresenta i 2/3 della popolazione mondiale, il 90% del PIL, l'80% del commercio globale.

I vertici degli ultimi anni

- Vertici del G-20 degli ultimi anni:
 - **Toronto** (giugno 2010), **Seoul** (novembre 2010), **Cannes** (Francia, 3-4 novembre 2011), Los Cabos in **Messico** (18-19 giugno 2012), San Pietroburgo in **Russia** (5-6 settembre 2013), Brisbane in **Australia** (15-16 novembre 2014), ad Adalia in **Turchia** (15-16 novembre 2015). Nel 2016 sarà a Hangzhou in **Cina**.
- Decisioni prese:
 - **realizzazioni** del quinquennio precedente (elencate durante il vertice di San Pietroburgo):
 - (1) implementazione dei *global capital standards* (Basilea III); (2) regolamentazione dei derivati OTC; (3) identificazione delle banche e degli assicuratori globali "sistematicamente importanti" (con standard prudenziali rafforzati); (4) procedure per la soluzione delle crisi di grandi istituzioni finanziarie (senza perdite per i contribuenti); (5) progressi nella capacità di fronteggiare potenziali rischi sistemici.
- Contrapposizioni sulle politiche macroeconomiche:
 - tra posizione di Obama (favorevole agli **stimoli fiscali**) e quella della Merkel (a favore del **risanamento e del rigore fiscale**);
 - nel **comunicato finale**, riconosciuto il rischio che "aggiustamenti fiscali adottati in modo sincronizzato dalle più grandi economie influenzino negativamente la ripresa"; accanto però al rischio che "la mancata attuazione del consolidamento fiscale, dove necessario, pregiudichi la fiducia ed ostacoli la crescita".

La bilancia dei pagamenti (BP)

- E' un documento che registra le **transazioni di beni, servizi, attività e passività finanziarie** che avvengono in un certo periodo di tempo tra i residenti in un dato paese e i residenti nel resto del mondo.
- Si compone di tre parti:
 - il **conto corrente**, che registra importazioni ed esportazioni di beni e servizi, i trasferimenti di reddito (da lavoro o da capitale) e i trasferimenti unilaterali (aiuti a paesi terzi, rimesse di emigrati, trasferimenti all'UE, ecc.);
 - il **conto capitale**, che riguarda la compravendita di attività intangibili (brevetti, licenze, ecc.), le transazioni in attività tangibili ma non prodotte (terreni, risorse del sottosuolo, ecc.) e i trasferimenti unilaterali in conto capitale (remissioni di debiti, transazioni connesse all'espatrio/rimpatrio, ecc.);
 - il **conto finanziario**, che registra i movimenti di capitale (investimenti diretti, investimenti di portafoglio, derivati, ecc.) e la variazione delle riserve ufficiali.
- Per semplificare l'analisi, spesso si considera la bilancia dei pagamenti composta da due sezioni: (i) **partite correnti** (somma delle prime due voci) e (ii) **movimenti di capitale**.
- Mentre il "**saldo contabile**" è necessariamente nullo, il "**saldo economico**" non lo è essendo al netto della variazione delle riserve ufficiali.

Meccanismi di aggiustamento della BP

- I **meccanismi automatici di aggiustamento**, partendo da una situazione di squilibrio nei conti con l'estero, ristabiliscono l'equilibrio della bilancia dei pagamenti (BP); sono i seguenti.
- In un **regime di cambi flessibili**, in un paese che registra un **disavanzo BP**, ci sarà (dinamiche opposte nel caso di avanzo della BP):
 - (*meccanismo basato sui **prezzi relativi***): un eccesso di domanda di valuta estera, che si riflette in un **deprezzamento** della moneta nazionale ed un aumento di competitività che, attraverso un miglioramento delle partite correnti, tende ad annullare lo squilibrio iniziale;
 - (*meccanismo basato sul **reddito***): un deficit BP derivante da un calo delle esportazioni nette implica un calo della produzione nazionale, una **riduzione delle importazioni** ed un conseguente aggiustamento della BP.
- In presenza di **cambi fissi**, l'eccesso di domanda di valuta estera associato ad un disavanzo BP comporta una riduzione della moneta in circolazione, ossia di M^s (con una simultanea riduzione delle riserve valutarie). Se la banca centrale non attua una politica monetaria di **sterilizzazione**, controbilanciando gli effetti su M^s , ciò equivale ad una politica monetaria restrittiva, con effetti sulle importazioni, sui prezzi, sui deflussi di capitale che riequilibrano la BP.
 - Secondo l'**approccio monetario** (sviluppato dal FMI negli anni '50-60), esiste un importante **nesso tra bilancia dei pagamenti (BP) e offerta di moneta (M^s)**, in quanto la variazione delle riserve valutarie dei diversi paesi corrispondono alle modificazioni nei mercati monetari.

Politiche macroeconomiche in economia aperta

- **Politica fiscale:** il **moltiplicatore** della spesa pubblica è **minore** rispetto al caso di un'economia chiusa, poiché parte dell'aumento della domanda aggregata si rivolge verso i prodotti esteri.

- Se indichiamo con **Q le importazioni** (IM) e se

$$Q = q Y$$

è la funzione delle importazioni (q è la propensione ad importare), il moltiplicatore keynesiano sarà **più piccolo**:

$$1/(1-c+q) \text{ invece che } 1/(1-c)$$

- Possibili **conflitti tra obiettivi**: tra obiettivi **interni** (ad es. la piena occupazione) ed **esterni** (ad es. il pareggio del saldo commerciale, la stabilità dei movimenti di capitale).
 - Problema della **appropriata assegnazione degli strumenti agli obiettivi**, in base alla relativa efficacia degli strumenti sugli obiettivi.
 - Può darsi che lo strumento della **politica monetaria** debba essere assegnato all'obiettivo (**esterno**) della bilancia dei pagamenti, mentre la **politica fiscale** a quello (**interno**) del raggiungimento del reddito di pieno impiego.

Equilibrio interno ed equilibrio esterno

- Il saldo delle **partite correnti** (PC) dipende dalla differenza tra **risparmi ed investimenti** (S-I) e dal **saldo del bilancio pubblico** (T-G).
- Data la condizione d'equilibrio:

$$Y = C + I + G + X - Q$$

si scriva (X-Q) come PC, si sottragga (C+T) da entrambi i membri e si noti che $Y - T - C = S$:

$$S = I + G - T + PC \Rightarrow PC = (S - I) + (T - G)$$

- In caso di pareggio del bilancio pubblico (T-G=0), per ottenere un miglioramento delle partite correnti è necessario un flusso di risparmi (privati) superiore agli investimenti (S>I).
- E' anche possibile che il disavanzo PC sia dovuto ad un deficit del bilancio pubblico (T-G<0): è il caso dei **deficit gemelli**.
 - Situazione degli USA sia negli anni '80 con Reagan (elevati disavanzi pubblici, per cui gli USA divennero il maggior debitore sui mercati internazionali) e di nuovo con Bush negli anni 2000.
 - La **carenza di risparmio interno** (tasso di risparmio praticamente azzerato) ha portato nell'ultimo decennio a crescenti disavanzi commerciali ed alla necessità di finanziarli con ingenti afflussi di capitali; in particolare la Cina (nella situazione esattamente opposta sul piano degli equilibri macroeconomici) è stata il principale finanziatore degli Usa.

Il modello di Mundell-Fleming

- Sviluppato negli anni '60, consente di analizzare gli **effetti delle politiche macro-economiche in economia aperta**, sotto diverse ipotesi relative ai regimi di cambio ed alla libertà dei movimenti di capitale.
- Se il **saldo della bilancia dei pagamenti** (BP) è la somma algebrica di **partite correnti** (PC) e **movimenti di capitale** (MK):

$$BP = PC + MK,$$

la condizione di equilibrio $BP=0$ può essere dovuta ad un equilibrio di entrambi i saldi parziali (PC e MK) oppure, più frequentemente, alla compensazione di due squilibri.

- Le determinanti delle **partite correnti** sono (ove γ è l'indice di competitività e Y_w il reddito del resto del mondo):

$$Q = Q\left(Y^+, \gamma^-\right) \quad X = X\left(Y_w^+, \gamma^+\right) \quad PC = X - Q = PC\left(\bar{Y}, Y_w^+, \gamma^+\right)$$

e quelle dei **movimenti di capitale** (il tasso di interesse estero è i_w e le aspettative sul tasso di cambio E^e): :

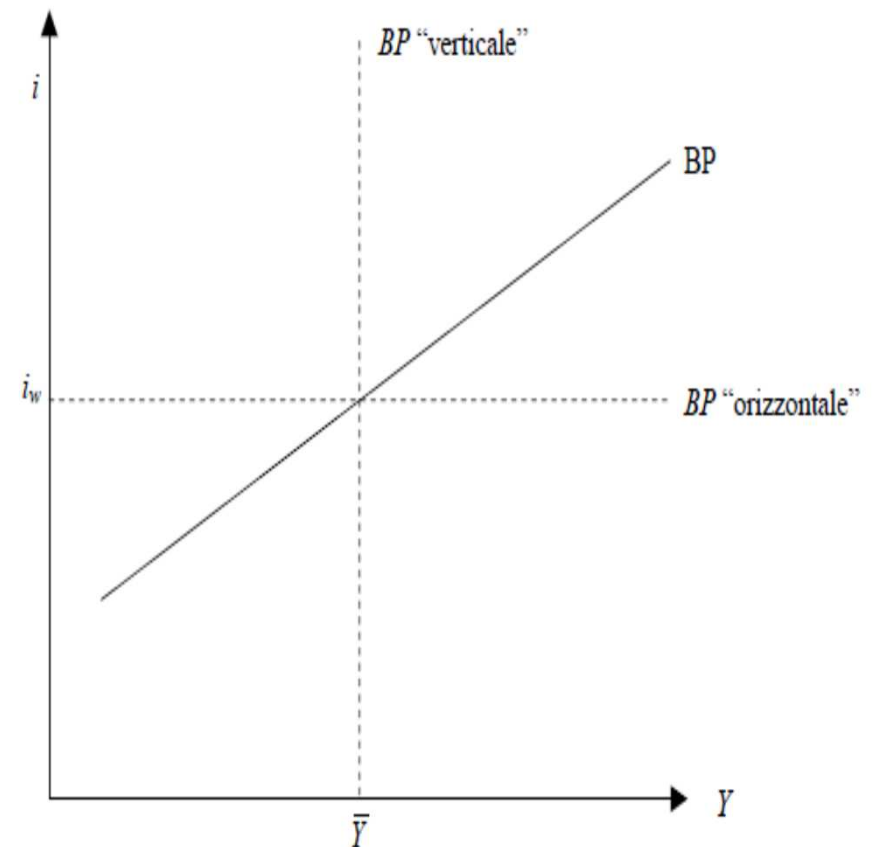
$$MK = MK\left(i^+, i_w^-, E^e\right)$$

- ricordiamo la condizione di **parità scoperta** per i movimenti di capitale: $i = i_w - \hat{E}^e$ (dove \hat{E}^e = apprezzamento atteso della moneta nazionale).
- Per cui il **saldo della BP** si può esprimere come:

$$BP = PC + MK = BP\left(\bar{Y}, Y_w^+, \gamma^+, i^-, i_w^-, E^e\right)$$

La curva BP

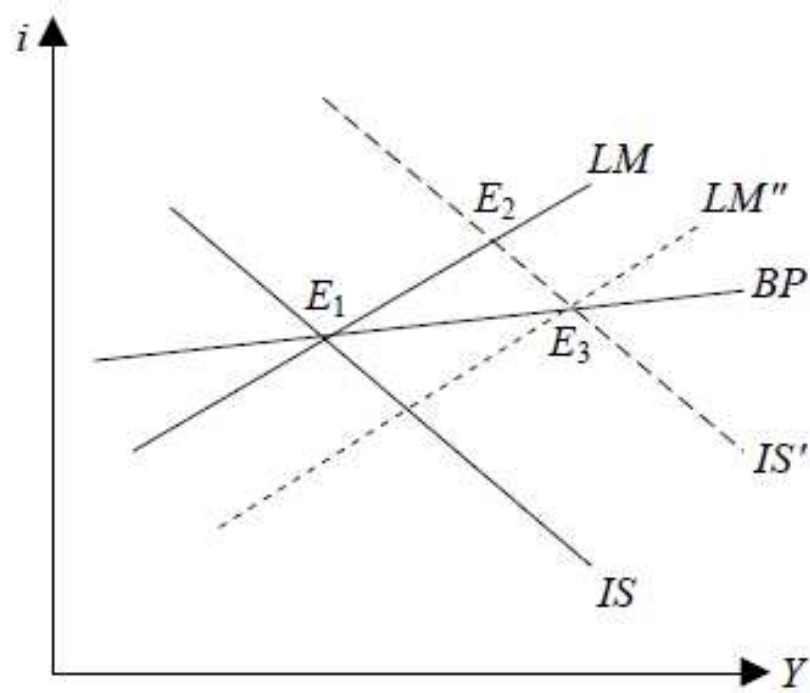
- Concentrandoci sugli effetti delle variazioni del reddito e del tasso di interesse nazionale, definiamo la **curva BP** come il luogo geometrico dei punti nello spazio (Y, i) compatibili con l'equilibrio ($BP=0$).
 - Inclinazione positiva.
 - I punti al di fuori rappresentano condizioni di disequilibrio: **avanzo** (sopra la curva BP) o **disavanzo** (sotto la BP).
 - La curva BP si sposta se muta il tasso di cambio.
- Maggiore è la **reattività dei movimenti dei capitali** rispetto a i , più piatta sarà la curva BP:
 - curva **orizzontale** se i capitali sono infinitamente sensibili al tasso di interesse, ovvero nel caso di **perfetta mobilità dei capitali** (in questo caso avremo che $i=i_w$);
 - se i capitali sono del tutto **insensibili al tasso di interesse**, la curva è **verticale** in corrispondenza del reddito nazionale che assicura l'equilibrio dei conti con l'estero (\bar{Y}).



Politica fiscale espansiva con cambi fissi

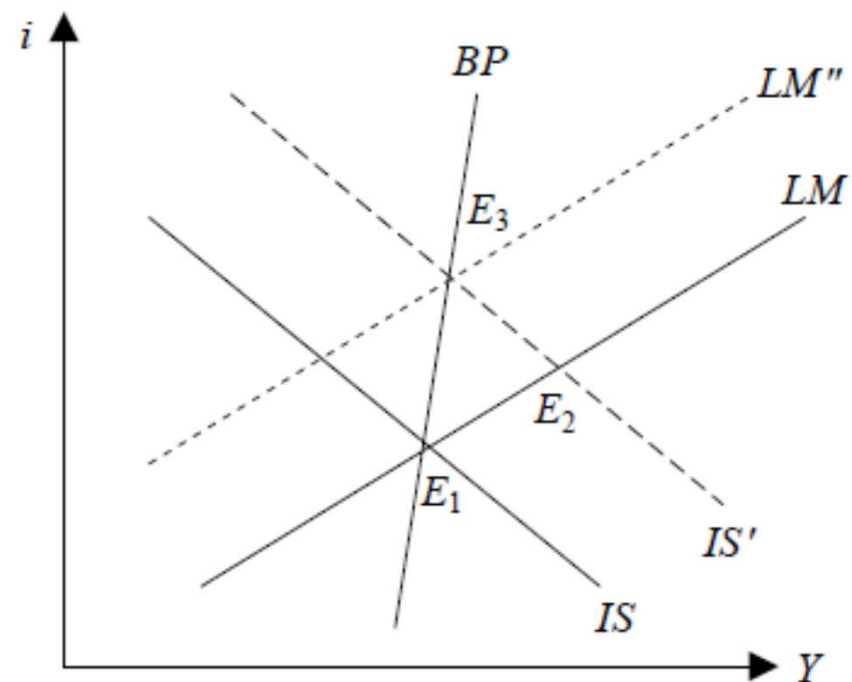
Alta mobilità dei capitali:

in E_2 avanzo di BP e $\uparrow M^s$



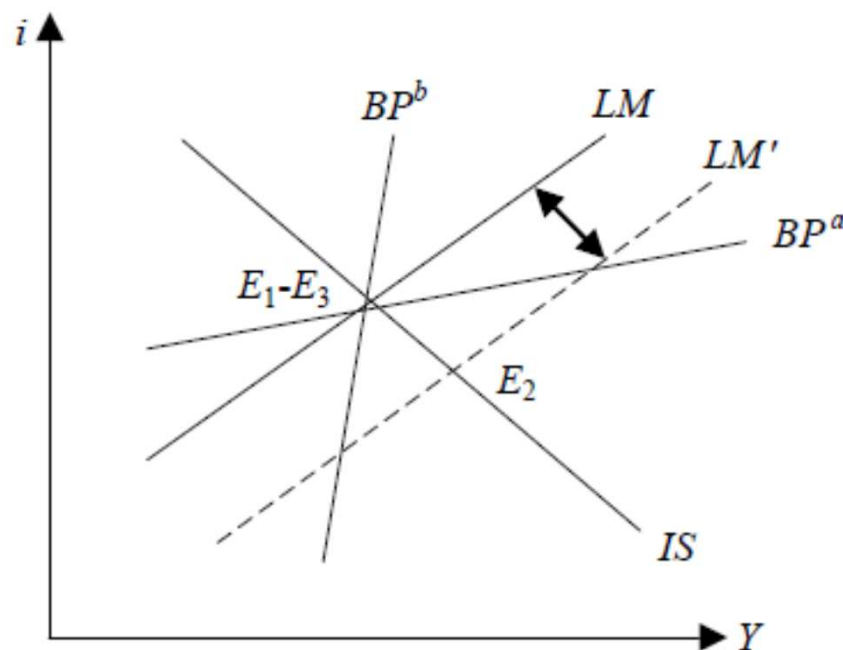
Bassa mobilità dei capitali

in E_2 disavanzo di BP e $\downarrow M^s$



Politica monetaria espansiva con cambi fissi

Alta (BP^a) o bassa (BP^b)
mobilità dei capitali:



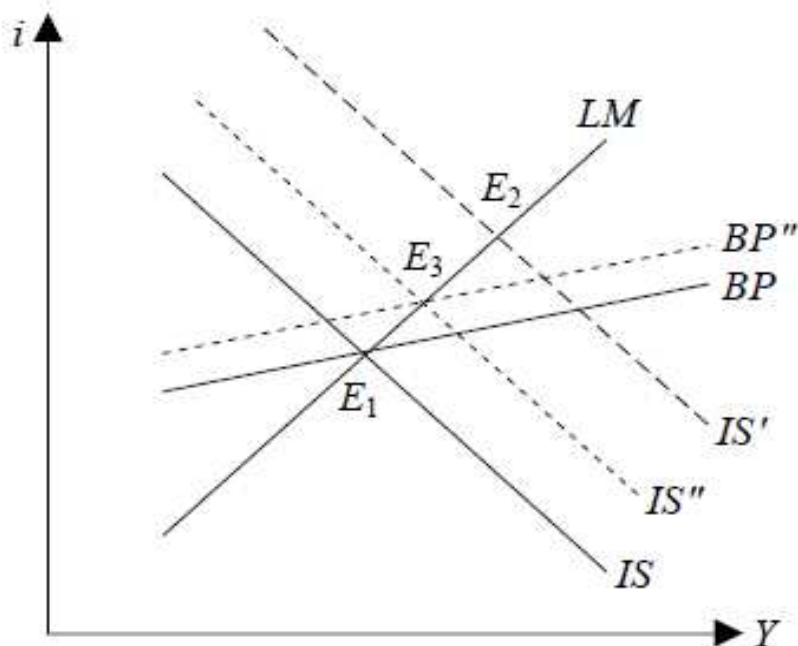
Politica monetaria:

- in E_2 disavanzo di BP (qualunque sia il grado di mobilità dei capitali) e $\downarrow M^s$ riporta la LM nella posizione iniziale.
- Quindi la politica monetaria con cambi fissi è **completamente inefficace**.
- Invece si era visto (nei due grafici precedenti) che la **politica fiscale** è **efficace**, ma l'efficacia è positivamente correlata con il grado di mobilità dei capitali.

Politica fiscale espansiva con cambi flessibili

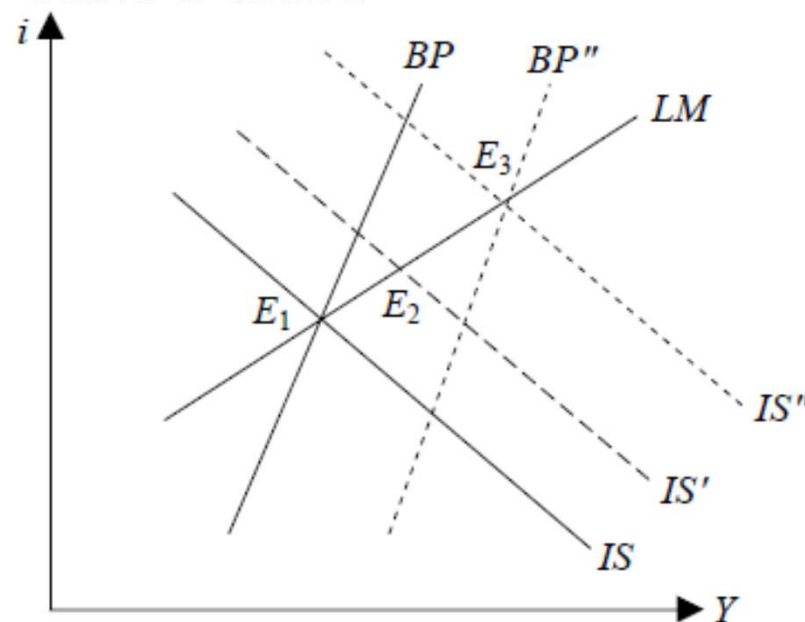
Alta mobilità dei capitali:

in E_2 avanzo di BP, apprezzamento del cambio, IS e BP si spostano a sinistra



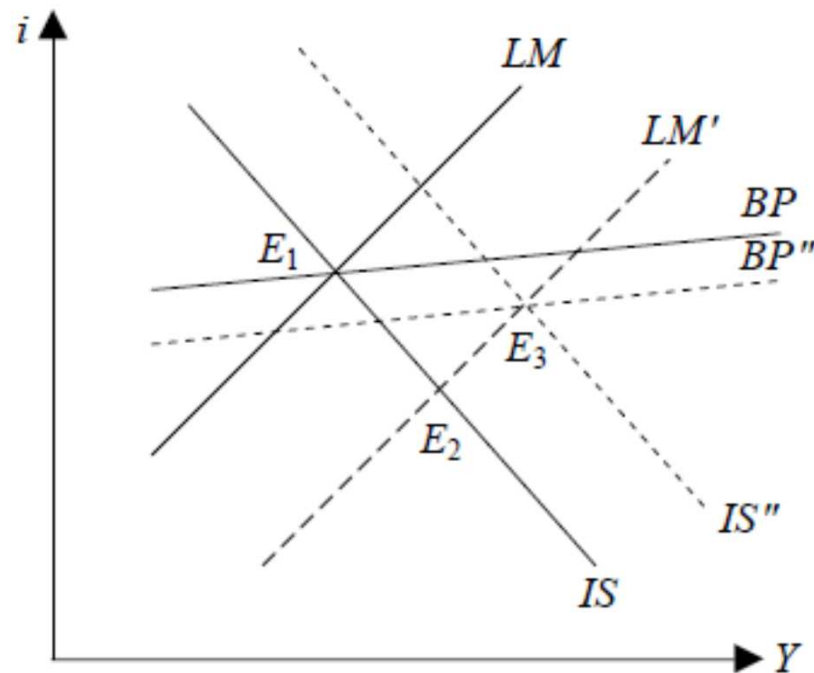
Bassa mobilità dei capitali:

in E_2 disavanzo di BP, deprezzamento del cambio, IS e BP si spostano a destra



Politica monetaria espansiva con cambi flessibili

(Mobilità dei capitali indifferente)



Politica monetaria:

- in E₂ disavanzo di BP (qualunque sia il grado di mobilità dei capitali), deprezzamento del cambio, IS e BP si spostano a destra.
- Quindi la politica monetaria con cambi flessibili è **molto efficace**.
- Invece si era visto (nei due grafici precedenti) che la **politica fiscale** è **parzialmente efficace**, e l'efficacia aumenta con bassa mobilità dei capitali.

Cambi fissi e autonomia della politica monetaria

- **Triade inconciliabile** (Mundell): non è possibile soddisfare simultaneamente le tre condizioni:
 1. regime di cambi fissi;
 2. perfetta mobilità dei capitali;
 3. autonomia della politica monetaria.
- Per alcuni paesi, può essere vantaggioso **rinunciare alla sovranità monetaria** (rinuncia a 3.), legandosi alle politiche monetarie di altri paesi con caratteristiche di maggiore stabilità:
 - Soluzioni: cambi fissi, *pegging* del tasso di cambio e *currency board*
 - A fronte della **importazione della credibilità monetaria**, vi è però la conseguenza di dover subire l'andamento del ciclo economico del paese di riferimento, così come il rischio di importare inflazione;
 - Al limite, rinuncia alla valuta nazionale e passaggio all'**unione monetaria** (*cfr. cap. 16*).
- Per altri, si può rinunciare alla perfetta **mobilità dei capitali** (rinunciando a 2.) com'era durante il periodo di Bretton Woods
 - La **liberalizzazione finanziaria**, a partire dagli anni '70 e '80, ha reso i sistemi economici più vulnerabili e più soggetti a **crisi**, bancarie e valutarie (*cfr. cap 14*).
- Oppure si passa ai **cambi flessibili** (rinunciando a 1.), come negli attuali rapporti tra le aree valutarie mondiali.