

# POLITICHE MONETARIE E GUERRA DELLE VALUTE

di Andrea Fracasso  
01 marzo 2013

All'interno dell'Unione Europea l'attenzione degli operatori " è stata in queste settimane principalmente concentrata sulla complessa (e insoddisfacente) negoziazione del prossimo bilancio pluriennale e sui possibili esiti delle elezioni politiche italiane. Il dibattito in seno al G8 e al G20 si " invece concentrato su temi di pi" ampio respiro internazionale, quelli propri del coordinamento delle politiche economiche che tali summit mirano a realizzare. In modo particolare, le autorità" hanno affrontato il problema della guerra delle valute, lavorando alacremente per la stesura di comunicati congiunti nel tentativo di allentare le crescenti tensioni sui mercati e tra i paesi.

Il tema delle guerre delle valute " tornato prepotentemente alla ribalta in seguito alle dichiarazioni del premier giapponese Shinzo Abe nel gennaio di quest'anno. Nel tentativo di promuovere la crescita del Pil giapponese, il primo ministro ha infatti sollecitato una politica monetaria molto espansiva: rilanciare la stagnante economia nipponica richiederebbe infatti, oltre che un aumento della spesa pubblica, un allentamento dell'offerta di moneta realizzata attraverso un massiccio piano di acquisti di titoli di stato. Questa politica monetaria espansiva dovrebbe aumentare l'inflazione attesa (da 1 a 2%) e abbassare i tassi reali di interesse, cos" facilitando gli investimenti produttivi e riducendo l'attuale sopravvalutazione dello yen nei confronti delle altre valute asiatiche.

Il timore diffuso " che questa decisione unilaterale possa dare il via a una serie di reazioni volte alla svalutazione competitiva delle valute: una guerra a fini commerciali non dissimile da quella che un tempo sarebbe stata combattuta anche attraverso l'aumento dei dazi e delle altre barriere all'entrata dei beni. Se tutti i paesi rispondessero alla guerra monetaria e valutaria con azioni simmetriche, l'esito sarebbe un aumento dell'inflazione mondiale senza rilevanti modifiche nella composizione della domanda. Se alcuni paesi o aree valutarie subissero invece le azioni altrui senza reciprocare, si verificherebbero importanti spostamenti di domanda aggregata globale con conseguenti ripercussioni sull'occupazione dei singoli paesi. Visto che le svalutazioni competitive non contribuiscono a risolvere i problemi strutturali di crescita, ma possono anzi cristallizzarli attraverso il rinvio delle riforme utili a promuovere innovazione e competitivit" nel medio termine, sembra naturale attendersi un impegno dei singoli paesi a non intraprendere azioni volte alla svalutazione competitiva delle proprie valute.

Questa conclusione appare semplice solo in punta di principio. In verit" , il dibattito sulle guerre delle valute nasconde pi" complesse sfaccettature. In primo luogo, la manipolazione del cambio pu" essere diretta, come nel caso di un regime di tassi fissi con controlli sui movimenti di capitali, ma anche indiretta (come nel caso giapponese) quando essa sia l'esito fattuale di una politica monetaria accomodante ufficialmente mirata a perseguire obiettivi interni non legati al cambio. I comunicati del G20 e del G8 giocano proprio su questa ambiguit" : i paesi si impegnano a non intraprendere azioni direttamente volte alla svalutazione competitiva del cambio, ma non escludono la possibilit" di notevoli fluttuazioni in seguito a politiche che perseguano altri fini interni. In secondo luogo, la manipolazione del cambio pu" essere meramente difensiva, come nel caso dei paesi emergenti che pongono restrizioni sui capitali in entrata allo scopo di limitare l'effetto destabilizzante dei flussi internazionali di capitali in ingresso. Visto che la crisi globale ha aperto grandi differenziali dei tassi attesi di crescita tra paesi emergenti e paesi avanzati, notevoli flussi di capitali produttivi e di capitali speculativi hanno iniziato a dirigersi (trainati anche dal carry trade) verso i paesi a rapida crescita, spingendo per l'apprezzamento delle valute di questi ultimi.

Praticamente tutti i paesi avanzati, con l'eccezione dell'eurozona, hanno da tempo intrapreso politiche monetarie di quantitative easing con obiettivi ufficiali diversi dalla manipolazione del cambio, quali facilitare il deleveraging degli istituti finanziari, stimolare il finanziamento di investimenti e consumi, agevolare l'accesso al credito dei governi, migliorare le condizioni nei mercati obbligazionari e interbancari, ecc. Il problema rimane. Il fatto che l'obiettivo ufficiale di tali politiche sia diverso dal desiderio di influenzare il cambio non è sufficiente a giustificare queste azioni agli occhi dei paesi partner. È proprio nel commentare le prime misure di quantitative easing degli Stati Uniti che, nel settembre 2010, il ministro delle finanze brasiliano Guido Mantega usò per primo le parole "currency war" e paventò il rischio che i paesi avanzati esportassero verso i paesi emergenti.

Mentre Dominique Strauss Kahn a quel tempo ammoniva circa i rischi denunciati da Mantega, ora il Fondo Monetario Internazionale minimizza la possibilità che si verifichino vere e proprie guerre delle valute. Si tratta, viene da chiedersi, di un'analisi, di un'osservazione o di un auspicio? I risultati del lavoro scientifico svolto in seno al Fondo sembrerebbero escludere che possa trattarsi di una conclusione scientifica. In lavori non direttamente connessi al problema delle guerre valutarie, molti economisti del Fondo hanno mostrato i grandi effetti che la sopravvalutazione e la sottovalutazione del cambio possono avere su occupazione, prospettive di crescita e squilibri interni e internazionali. (Ad esempio, Chen, Milesi Ferretti e Tressel (2012), mostrano come la sopravvalutazione dell'euro abbia contribuito pesantemente a penalizzare le economie "periferiche" dell'Europa aggravandone i problemi di crescita e bilancio.) Non sembra quindi che il FMI possa sostenere che i tassi di cambio non siano cruciali per lo stato di salute di un'economia. Non si capisce poi come il benign neglect del FMI possa accompagnarsi con la recente (dicembre 2012) decisione del suo Board di rivedere la posizione ufficiale in merito ai controlli sui movimenti internazionali di capitale. In virtù degli effetti destabilizzanti di ampi flussi di capitali in presenza di certe condizioni (interne e internazionali), il Fondo ha riconosciuto la legittimità di interventi volti a limitare i flussi di capitali. La sopravvalutazione del cambio è uno di questi effetti destabilizzanti. (Non a caso, proprio il Brasile è stato tra i primi a fare uso di tali strumenti al fine di evitare il rapido apprezzamento del real). C'è inoltre da notare come il FMI ribadisca sempre che, nel definire le politiche macroeconomiche a fini interni, i paesi debbano tenere in considerazione gli effetti negativi che queste politiche possono avere sugli altri paesi: il Fondo quindi non sminuisce mai l'esistenza di esternalità importanti che passano anche attraverso le fluttuazioni del cambio. Infine, è chiaro che le politiche di quantitative easing che rischiano di condurre a una guerra delle valute possono produrre anche altri inconvenienti, almeno nella misura in cui esse stimolano prese di rischio e carry trade (si veda, su questo, un mio contributo del 2009 sul Nelmerito). Persino dentro la Federal Reserve, da quanto emerge dai più recenti verbali, si inizia a guardare con attenzione agli effetti indesiderati sui mercati finanziari di queste operazioni.

Alla luce di queste considerazioni, mi sembra di poter concludere che il Fondo stia assumendo una posizione politica e attendista, che ben si accompagna al tono rassicurante dei summit G8 e G20. È possibile che, nelle raccomandazioni individuali che seguono la sorveglianza bilaterale del FMI (Consultazioni ex Articolo IV), le autorità del Fondo siano più incisive e dirette. Rimane il fatto che nelle sedi di discussione multilaterale, concepite proprio per permettere ai paesi di discutere delle esternalità generate dalle loro politiche individuali, non si riescano ad affrontare i problemi multilaterali in modo puntuale e adeguato. Mi sembra quindi plausibile prevedere che si tornerà presto a parlare di questo tema.

La posizione dell'eurozona in questo dibattito merita qualche considerazione a parte. La Banca Centrale Europea, attraverso il suo governatore, ha negato di volere seguire l'esempio degli altri paesi avanzati. Seppur riconoscendo il rischio che una eccessiva sopravvalutazione dell'euro possa arrecare seri danni alla crescita nell'area, le autorità monetarie europee non ritengono di dover per ora intraprendere politiche di quantitative easing (dati i loro rischi inflativi e finanziari), né azioni direttamente volte alla svalutazione dell'euro. Certamente, in questo atteggiamento molto pesa la posizione tedesca, da sempre avversa all'allentamento monetario. La Francia e altri paesi, invece, denunciano l'effetto depressivo dell'apprezzamento dell'euro e lamentano un eccessivo attendismo della BCE. I paesi dell'area euro non sono solo divisi da una diversa concezione del ruolo della politica monetaria, ma anche da una diversa posizione congiunturale dei loro paesi e da una diversa vulnerabilità delle loro economie a variazioni nel tasso di cambio (data la diversa struttura industriale e commerciale dei vari stati membri).

CiÃ² detto, Ã¨ importante ricordare che non Ã¨ la BCE a doversi esprimere sul regime di cambio dell'euro. Il Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea, infatti, stabilisce che la BCE debba perseguire l'obiettivo della stabilitÃ dei prezzi tenendo in considerazione gli effetti del cambio sull'inflazione e che il Consiglio, consultata la BCE e a condizione che non vi sia pregiudizio per la stabilitÃ dei prezzi, possa invece formulare i propri orientamenti sulla politica valutaria (TFUE, Articolo 219). Contrariamente a quanto sostenuto da molti osservatori italiani sui maggiori quotidiani, quindi, non Ã¨ la BCE il principale "ostacolo" a una politica valutaria piÃ¹ disinvolta, quanto la mancanza di unitÃ politica in seno al Consiglio (e la scarsa volontÃ di trovarla). Si tratta dello stesso problema che inesorabilmente affligge ormai tutte le importanti discussioni europee, dal bilancio pluriennale europeo agli accordi di liberalizzazione commerciale con l'Asia e il Nord America, dalla creazione di un'unione bancaria alla riforma del Patto di StabilitÃ e Crescita.