

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi della Banca d'Italia

**La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti
e il tasso di cambio del dollaro**

Recente evoluzione e analisi delle principali implicazioni

di Lorenzo Bini Smaghi



N. 58 - Gennaio 1986

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi della Banca d'Italia

**La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti
e il tasso di cambio del dollaro**

Recente evoluzione e analisi delle principali implicazioni

di Lorenzo Bini Smaghi

N. 58 - Gennaio 1986

La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia e presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

COMITATO DI REDAZIONE: *FRANCO COTULA, STEFANO MICOSSI, IGNAZIO VISCO;
ANNA PAOLA CAPRARI (segretaria).*

SOMMARIO

Il lavoro si propone due obiettivi. Il primo è quello di descrivere i recenti andamenti della bilancia dei pagamenti statunitense, mettendo in rilievo i cambiamenti strutturali avvenuti all'inizio degli anni ottanta. Il secondo obiettivo è quello di valutare, con l'ausilio di un modello teorico semplice, gli effetti di tali sviluppi sulla evoluzione futura del tasso di cambio del dollaro. Particolare attenzione viene accordata alle conseguenze del deterioramento della posizione finanziaria netta degli Stati Uniti nei confronti del resto del mondo, divenuta negativa all'inizio del 1985.

I - Introduzione (*)

Il marcato apprezzamento del tasso di cambio del dollaro e i contemporanei crescenti disavanzi correnti della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sono stati oggetto di ampi dibattiti nel corso degli ultimi anni.

Questo lavoro si propone due obiettivi: a) fornire una documentazione statistica dei recenti andamenti, in particolare quelli relativi alle principali voci della bilancia dei pagamenti statunitense; b) elaborare una struttura analitica che agevoli la valutazione degli scenari relativi al processo di aggiustamento degli attuali squilibri.

Nel prossimo capitolo si prendono in esame i dati di bilancia dei pagamenti americana. Oltre a fornire interessanti indicazioni sugli andamenti delle principali voci, vengono messi in evidenza i cambiamenti strutturali avvenuti all'inizio degli anni ottanta. Nel terzo capitolo si presenta un modello teorico semplice, che consente di analizzare l'effetto del policy mix statunitense sul tasso di cambio del dollaro e le partite correnti americane. Un elemento fondamentale di questa relazione è rappresentato dall'effetto ricchezza prodotto dal mutamento della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti. Il quarto capitolo si propone di valutare l'entità di questo effetto, e si concentra su alcuni aspetti connessi al finanziamento dei recenti disavanzi di parte corrente statunitensi. Nella parte conclusiva si accenna brevemente al dibattito relativo al futuro andamento del tasso di cambio del dollaro.

II - I recenti sviluppi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

Questo capitolo descrive l'evoluzione dei principali comparti della bilancia dei pagamenti statunitense nel corso degli ultimi anni. Al di là degli andamenti delle singole voci, destano particolare interesse i mutamenti di struttura che sono recentemente intervenuti. A partire dagli anni ottanta, infatti, il saldo dei pagamenti non ufficiali risulta in equilibrio, mentre negli anni precedenti si erano avuti ampi disavanzi che venivano finanziati tramite la variazione di passività ufficiali nette.

1 - La bilancia delle partite correnti.

Nel corso del biennio 1983-84 il saldo delle partite correnti ha registrato un marcato deterioramento, passando da un disavanzo di 9,2 miliardi di dollari nel 1982 ad uno di 101,7 miliardi nel 1984 (tav.1).

La voce che ha maggiormente contribuito a tale andamento è stata quella relativa all'interscambio commerciale, il cui saldo negativo è quasi triplicato (107,5 miliardi nel 1984 contro 36,5 nel 1982); il sostanziale incremento delle importazioni (32 per cento in due anni) è stato accompagnato da un ristagno delle esportazioni. Già nel corso degli anni precedenti, il saldo commerciale americano aveva registrato ampi disavanzi, in seguito al deterioramento della competitività nel settore manifatturiero (vedi Lawrence, 1978; Vona, 1982) e al secondo shock petrolifero. L'apprezzamento del cambio del dollaro e la ripresa economica degli Stati Uniti nell'ultimo biennio hanno ulteriormente contribuito ad aggravare il disavanzo commerciale

BILANCIA DELLE PARTITE CORRENTI USA

(miliardi di dollari USA)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (1)
Esportazioni	184,5	224,3	237,1	211,2	200,3	220,3	217,8
Importazioni	212,0	249,8	265,1	247,7	261,3	327,8	342,8
Saldo commerciale	-27,5	-25,5	-28,0	-36,5	-61,0	-107,5	-125,0
Saldo Turismo e Trasporti	-2,9	-1,0	0,1	-1,0	-4,6	-8,8	-10,4
Redditi da capitale di cui:	31,1	30,4	33,9	27,9	23,6	18,1	16,2
- da investimenti diretti	31,8	28,5	25,4	18,2	14,1	12,3	16,8
Altri servizi	4,0	5,2	7,0	8,6	9,2	7,8	8,2
Trasferimenti ufficiali	-5,6	-7,1	-6,8	-8,1	-8,7	-11,2	-13,2
Tot. Bilancia Partite Correnti	-1,0	1,9	6,3	-9,2	-41,6	-101,6	-124,2

Fonte: Us Department of Commerce

(1) Dati del primo semestre, su base annua.

(fig.1).

Non è facile valutare l'effetto relativo di questi due fattori. Il ciclo relativo ha rappresentato, come già in passato, un elemento particolarmente importante: nei primi 7 trimestri di ripresa economica statunitense il rapporto fra saldo commerciale e prodotto lordo si è deteriorato di circa 2 punti percentuali, come era già precedentemente avvenuto nel corso di analoghe fasi cicliche. La maggior ampiezza del disavanzo registrato più di recente deriva sia dal livello iniziale del disavanzo stesso (1 per cento del prodotto nel 1982), che dall'ampio divario di crescita fra gli Stati Uniti e gli altri principali paesi.

La perdita di competitività dei prodotti statunitensi ha ostacolato soprattutto le esportazioni, che nel corso dell'ultimo biennio sono rimaste costanti in volume, nonostante la crescita del commercio internazionale (11 per cento); la loro quota sul totale delle esportazioni dei paesi industriali si è ulteriormente ridotta (tav.2). Un peggioramento di analoghe dimensioni si registra nel settore manifatturiero, dove la quota di mercato delle esportazioni statunitensi si è ristretta a circa l'11 per cento nel 1984.

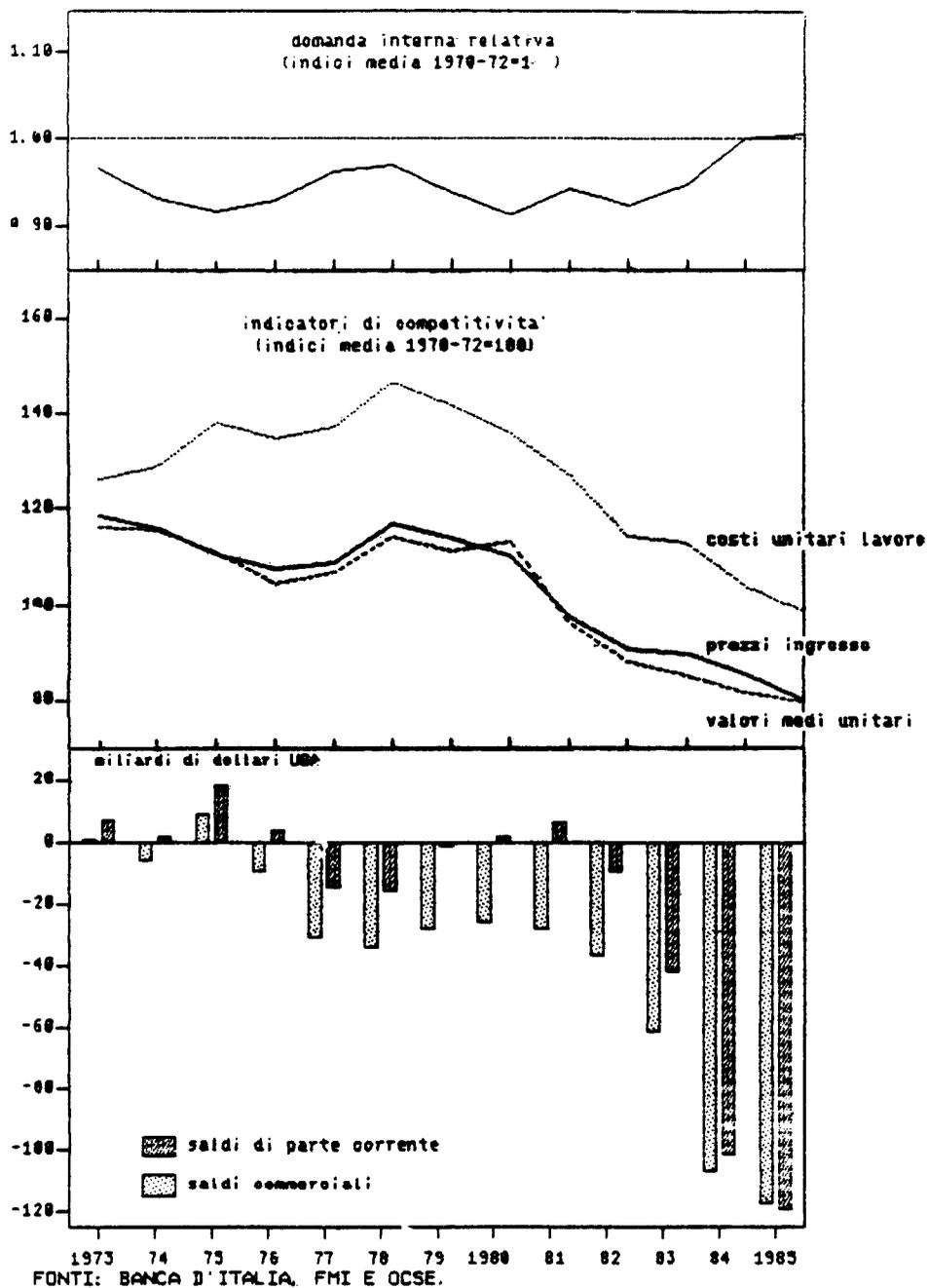
Tra gli altri fattori che hanno contribuito al deterioramento del saldo commerciale statunitense vi sono la riduzione del potere d'acquisto dei paesi OPEC e di quelli d'America latina. Le esportazioni statunitensi verso i paesi OPEC e quelli latino-americani si sono ridotte del 40 e dell'8 per cento negli ultimi due anni.

Le altre voci della bilancia delle partite correnti che si sono maggiormente deteriorate sono quelle del saldo turistico (8 miliardi fra il 1984 e il 1982) e dei redditi da capitale (10 miliardi).

Fig. 1

STATI UNITI

Domanda interna relativa, competitività e bilancia dei pagamenti nei confronti dei paesi OCSE



**QUOTA DELLE ESPORTAZIONI DEGLI STATI UNITI
SUL TOTALE DELLE ESPORTAZIONI DEI PAESI INDUSTRIALI**

	1970	1975	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Totale esportazioni (prezzi correnti)	19,6	19,0	16,8	17,3	17,8	19,2	18,4	17,6	17,9
Totale esportazioni (prezzi costanti)	16,7	17,7	16,7	17,3	17,8	16,9	15,5	14,2	13,8
Esportazioni di manufatti (prezzi correnti)	17,4	16,3	14,1	14,5	15,4	16,9	16,2	15,6	15,9(*)
Esportazioni di manufatti (prezzi costanti)	14,9	15,8	14,1	14,3	15,4	14,2	12,6	11,3	11,2(*)

Fonte: Elaborazioni su dati FMI e ONU, Monthly Bulletin of Statistics. I prezzi sono tenuti costanti sul livello del 1980.

(*) Stime.

2 - La bilancia dei capitali privati.

In questo paragrafo si elaborano i dati della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti secondo la classificazione OCSE (tav.3), che evidenzia, al di sopra la linea, i seguenti saldi: a) la bilancia di base, che include, oltre alle partite correnti, i movimenti di capitale a lunga come gli investimenti diretti o quelli di portafoglio (privati e ufficiali); b) la bilancia delle transazioni non-monetarie, che considera, oltre alla bilancia di base, i movimenti a breve del settore non bancario (privati e ufficiali), e gli errori e omissioni; c) la bilancia delle transazioni ufficiali che tiene conto, infine, anche dei movimenti di capitale bancario. Quest'ultimo saldo determina la variazione della posizione debitoria netta delle autorità statunitensi (passività e riserve).

2.1 - La bilancia di base. Il saldo dei capitali a lunga, che era stato negativo durante gli anni sessanta e settanta (-9 miliardi in media annua), è diventato positivo sin dal 1981 (15 miliardi, in media annua del periodo 1982-84). Nel 1984, in particolare, si è avuto un afflusso netto di circa 28 miliardi di dollari. Gli investimenti statunitensi all'estero, in fase calante sin dal 1979, sono stati addirittura negativi nel 1982 (4,7 miliardi), e sono aumentati in media di 5,5 miliardi nei due anni successivi. Gli investimenti stranieri negli Stati Uniti hanno invece continuato a crescere. Gli acquisti di titoli a lungo termine del Tesoro statunitense da parte di privati non residenti hanno anch'essi registrato cospicui incrementi: sono passati da 2,3 miliardi di dollari nel 1981 a 10,6 nel 1984. Le misure di incentivazione fiscale adottate nel 1981 dalla

BILANCE DEI PAGAMENTI USA
(miliardi di dollari)

	media 1963-66	media 1967-70	media 1971-74	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (1)
<u>Bilancio delle partite correnti</u>	4,9	1,5	-0,4	18,1	4,2	-14,5	-15,4	-1,0	1,9	6,3	-9,2	-41,6	-101,7	-124,2
Capitali a lunga	-6,6	-4,9	-7,1	-17,9	-13,1	-10,4	-8,1	-15,2	-1,7	12,0	13,5	2,7	27,7	-2,6
<u>Bilancio di base</u>	-1,7	-3,4	-6,6	0,2	-8,9	-24,9	-23,5	-16,2	0,2	18,3	4,3	-38,9	-74,0	-126,8
Capitali a breve non bancari	-0,1	-0,3	-0,8	1,1	-2,0	-2,3	-2,4	-1,4	4,1	1,2	10,3	2,0	24,1	46,0
Errori ed omissioni	-0,3	-0,4	-3,9	5,9	10,5	-2,0	12,5	25,4	125,0	22,2	32,9	9,3	30,0	51,8
<u>Bilancio non monetario</u>	-2,1	-3,5	-11,4	7,2	-0,5	-29,4	-13,4	7,8	29,3	41,8	47,5	-27,6	-19,9	-29,0
Capitale a breve bancario	0,7	1,2	-2,3	-10,3	-8,2	-4,3	-17,5	6,4	-36,1	-42,0	-45,1	23,7	20,3	36,2
<u>Bilancio delle transazioni ufficiali</u>	-1,4	-2,3	-13,8	-3,0	-8,7	-33,7	-30,8	14,2	-6,8	-0,2	2,4	-3,9	0,4	7,2
Memo: Esposizione estera del settore bancario U.S.A.														
Variazioni delle:														
attività (-)	-0,5	-0,7	-6,9	-11,2	-19,0	-10,7	-33,4	-26,2	-46,8	-84,2	-111,1	-25,4	-7,3	9,0
passività (+)	1,4	2,0	-4,6	0,9	10,8	6,3	15,9	32,6	10,7	42,1	65,9	49,1	27,6	27,2

Fonte OCSE e U.S. Department of Commerce.
(1) Dati del primo semestre, su base annua.

nuova amministrazione e le considerazioni riguardanti le prospettive di crescita di lungo periodo dell'economia statunitense vengono sovente addotte come motivi di tale fenomeno.

2.2 - La bilancia non monetaria. Il saldo dei capitali a breve non bancari, che era stato anch'esso negativo nel corso degli anni settanta (-1 miliardo, in media annua), è diventato positivo sin dal 1980. L'incremento degli acquisti di titoli a breve termine da parte dei privati non residenti ha portato, nel 1984, ad un saldo positivo dei capitali a breve non bancari di circa 24 miliardi. L'aumento della voce errori e omissioni ha contribuito positivamente alla bilancia non monetaria; vi è ormai un ampio consenso sul considerare questa voce come movimenti di capitali a breve non identificati 1/.

Nonostante il maggior afflusso netto di capitali, il saldo della bilancia non monetaria è risultato negativo nel corso del biennio 1983-84 (24 miliardi, in media): il disavanzo delle partite correnti è stato infatti superiore all'entrata netta di capitale non bancario.

2.3 - I capitali bancari. I capitali bancari privati hanno svolto un ruolo fondamentale nel finanziare gli squilibri della bilancia dei pagamenti statunitense degli ultimi anni, ed hanno compensato interamente i movimenti non monetari "sopra la linea"; nel periodo 1980-82 la bilancia non monetaria ha registrato un saldo positivo (in media 39,5 miliardi di dollari), mentre i capitali bancari sono stati in passivo (in media -41,1 miliardi); nel biennio 1983-84 è avvenuto l'opposto: la bilancia non monetaria ha registrato un saldo negativo (in media -22 miliardi), che è stato compensato da un saldo attivo dei capitali bancari (24 mi-

liardi). In conseguenza, dal 1980 in poi il saldo delle transazioni ufficiali è rimasto in sostanziale equilibrio.

L'inversione del saldo dei capitali bancari è avvenuta soprattutto tramite una riduzione delle uscite: queste sono diminuite di circa 85 miliardi di dollari fra il 1982 e il 1983, e di altri 18 miliardi nel 1984. Anche le entrate si sono ridotte, passando da 66 miliardi nel 1982 a circa 28 nel 1984 2/. Fra le voci relative alle attività estere delle banche statunitensi sono rimasti cospicui i flussi verso le filiali estere (18 miliardi nel 1983-84 contro 24 del periodo precedente). I movimenti verso le banche non consociate, che avevano registrato notevoli incrementi nei primi anni ottanta (15 miliardi annui nel 1980-82), sono stati invece pressoché nulli nel 1983-84. Dal lato delle passività delle banche statunitensi, hanno registrato una dinamica sostenuta i depositi a termine e le passività verso le filiali e consociate estere; i depositi a breve si sono invece ridotti.

Nel complesso il disavanzo delle partite correnti dell'ultimo biennio è stato finanziato principalmente da movimenti di capitale a breve (94 per cento nel 1983 e 72 nel 1984), di cui quelli bancari sono stati una componente fondamentale (vedi appendice 1).

3 - Il saldo delle transazioni ufficiali.

Nel corso degli anni settanta il saldo delle transazioni ufficiali mostrava ampi disavanzi, in particolare durante il triennio 1976-78, in cui i capitali privati facevano registrare un saldo negativo intorno ai 15 miliardi annui. Il contemporaneo deterioramento del saldo delle partite correnti, passato da un surplus di 18 miliardi nel

1975 a un disavanzo di oltre 15 nel 1978, produceva disavanzi globali che andavano crescendo, superando i 30 miliardi di dollari annui nel biennio 1977-78.

A partire dagli anni ottanta il saldo delle transazioni ufficiali è rimasto invece in costante equilibrio (1,6 miliardi di disavanzo, nella media del periodo 1980-84). Ciò è dovuto principalmente al policy-mix che è stato adottato negli Stati Uniti, in particolare alla politica degli interventi e alla politica monetaria che sono state perseguite in quegli anni dalle autorità statunitensi.

Dal febbraio 1981 gli Stati Uniti hanno sospeso ufficialmente la politica degli interventi sui mercati dei cambi, che era stata invece particolarmente attiva alla fine degli anni settanta (vedi Greene, 1984). Tale politica non ha un effetto diretto sul saldo delle transazioni ufficiali statunitensi, dato l'ammontare limitato delle riserve valutarie disponibili; per effettuare interventi sul mercato dei cambi le autorità statunitensi acquistano valuta tramite swaps con le banche centrali di altri paesi, in particolare la Bundesbank (vedi Schimdt, 1978).

Il saldo delle transazioni ufficiali degli Stati Uniti viene determinato principalmente dal lato delle passività, ossia dalle entrate di capitale proveniente da fonti ufficiali, e, di conseguenza, dalle politiche di intervento che vengono attuate negli altri paesi. Queste ultime sono tuttavia strettamente collegate alla politica in atto negli Stati Uniti. Vi sono due canali di trasmissione:

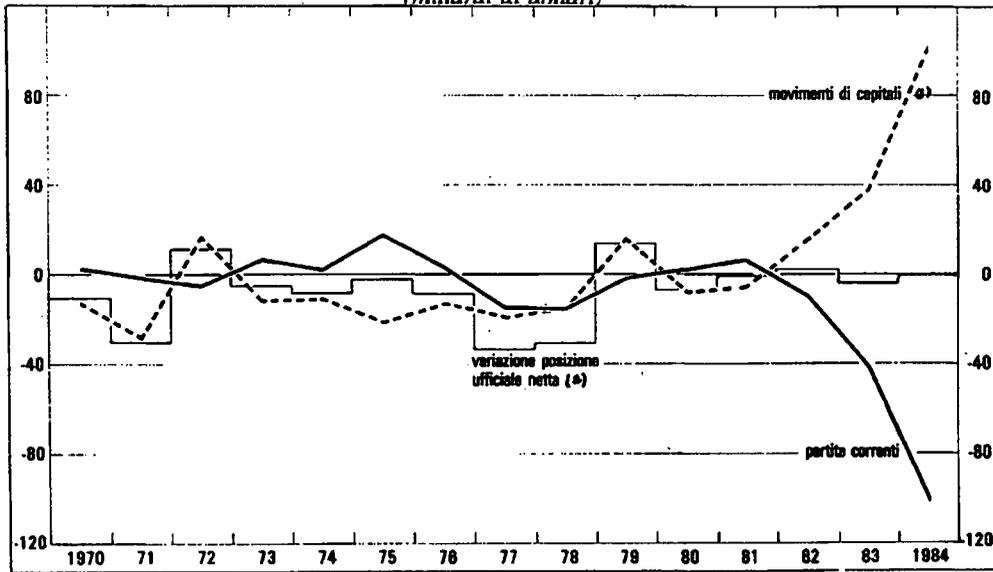
- a) la disponibilità delle riserve valutarie. Dato che gran parte delle riserve è denominata in dollari, la disponibilità e il rendimento sono direttamente influenzati dalla politica economica americana.
- b) l'efficacia degli interventi bilaterali. Si ritiene che gli interventi sui mercati dei cambi siano più efficaci

se vengono effettuati in modo congiunto dalle autorità dei paesi le cui monete sono soggette all'intervento, e se vengono accompagnati da "annunci" sulla comune volontà di stabilire precise condizioni di mercato. Interventi unilaterali, oltre ad essere sostenibili solo per periodi brevi a causa della limitata disponibilità di riserve, hanno minore effetto sulle aspettative degli operatori.

Nonostante il legame fra gli interventi effettuati dalle autorità statunitensi e il saldo delle transazioni ufficiali sia di natura indiretta, il recente mutamento d'indirizzo nella politica economica statunitense sembra essersi ampiamente rispecchiato sulla struttura della bilancia dei pagamenti. Dall'inizio degli anni ottanta essa corrisponde infatti a quella di un sistema di cambi puramente flessibili, in cui il saldo dei capitali privati compensa quello delle partite correnti, mentre la posizione ufficiale netta del paese rimane immutata (fig.2). In tale sistema il tasso di cambio svolge un ruolo fondamentale nel generare l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, come si illustra nel prossimo capitolo.

Fig. 2

BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI
(miliardi di dollari)



Fonte: Elaborazioni su dati US Department of Commerce.

(1) Il saldo della bilancia dei capitali include gli errori e omissioni. — (2) Un saldo negativo delle transazioni ufficiali indica un aumento delle passività ufficiali nette.

III - Disavanzo delle partite correnti e tasso di cambio del dollaro.

Questo capitolo si propone di analizzare i recenti andamenti della bilancia corrente degli Stati Uniti e del tasso di cambio del dollaro. Si è scelto di non circoscrivere l'analisi ai soli legami diretti di causalità esistenti fra tasso di cambio e saldo delle partite correnti, ma di considerare entrambi come variabili endogene del sistema macroeconomico generale. Nella specificazione dinamica di quest'ultimo emergono infatti correlazioni intertemporali complesse e mutevoli. Nel breve periodo, ad esempio, il tasso di cambio reagisce soprattutto ai movimenti di capitale, e si ripercuote sul saldo delle partite correnti tramite il mutamento dei prezzi relativi. Nel più lungo periodo la direzione di causalità tende invece ad invertirsi; il processo di aggiustamento delle partite correnti e gli effetti di portafoglio connessi al finanziamento degli squilibri esterni concorrono a determinare l'evoluzione del tasso di cambio.

Per analizzare questi effetti può essere utile far riferimento ad un modello teorico semplice e sufficientemente generale da essere applicabile al caso specifico degli Stati Uniti. Si restringe tuttavia l'analisi al caso di un regime di cambi puramente flessibili; come si è visto in precedenza, esso riflette largamente l'esperienza statunitense degli anni ottanta.

III.1 - La relazione fra tasso di cambio e partite correnti è stata analizzata in vari lavori teorici (vedi Kouri, 1976; Dornbusch e Fisher, 1980), ma in molti di questi si tende ad ignorare l'interazione fra stocks e flussi nel processo

di aggiustamento macroeconomico, e ad assumere ipotesi semplificatrici, come quella di reddito costante, che portano a risultati incompleti. In questo capitolo si presenta un modello di portafoglio 3/ che si ispira ai lavori di Branson e Buitter (1983), Mussa (1984) e Penati (1984); ci si è concentrati principalmente sulle equazioni che determinano l'equilibrio della bilancia dei pagamenti e la composizione del portafoglio degli operatori. Ciò consente di approfondire l'analisi dei processi dinamici senza appesantire inutilmente l'esposizione formale. Vi sono sei equazioni fondamentali:

- (2) $s F = t(s, y) \quad ; t_s > 0 \quad ; t_y < 0$
- (2) $sF = f(r, r^*, \dot{s}^e/s, y)W \quad ; f_r, f_s, f_y < 0; f_{r^*} > 0$
- (3) $B = b(r, r^*, \dot{s}^e/s, y)W \quad ; b_r, b_s > 0; b_{r^*}, b_y < 0$
- (4) $W = sF + B + M$
- (5) $\dot{B} = G - \dot{M}$
- (6) $\dot{s}^e/s = \dot{s}/s$

ove t è la bilancia delle partite correnti, F lo stock di attività finanziarie private nette sull'estero, B lo stock di debito pubblico, r e r^* il tasso di interesse interno ed estero, s il cambio, definito come il prezzo della valuta estera, \dot{s}^e/s il tasso di deprezzamento atteso e y il reddito, determinato endogenamente dall'intero modello. W è la ricchezza finanziaria, definita come la somma delle due attività definite sopra, oltre alla moneta, la cui equazione di domanda viene omessa. \dot{F} rappresenta la variazione delle attività finanziarie nette sull'estero, ossia il sal-

do della bilancia dei capitali privati. G è il disavanzo pubblico.

La prima equazione descrive l'equilibrio della bilancia dei pagamenti in un regime di cambi flessibili: in assenza di interventi, il saldo dei capitali privati compensa quello delle partite correnti. Le due equazioni successive rappresentano le condizioni di equilibrio di portafoglio. La quarta definisce la ricchezza finanziaria, mentre le ultime due caratterizzano le ipotesi relative al finanziamento del disavanzo pubblico e alla perfetta anticipazione del tasso di cambio. Una ulteriore ipotesi implicita del modello è quella di costanza del livello dei prezzi 4/.

E' possibile analizzare l'effetto di shocks esogeni, come ad esempio l'adozione di un policy-mix simile a quello in vigore negli Stati Uniti nel periodo 1983-84, caratterizzato da una politica fiscale espansiva e da una politica monetaria non accomodante. Il disavanzo fiscale viene pertanto finanziato interamente tramite l'aumento dello stock di debito pubblico ($dB=dG>0$; $dM=0$).

III.2 - Si possono considerare inizialmente le due seguenti ipotesi semplificatrici: a) reddito costante (crowding-out completo); b) assenza di effetto ricchezza.

Nella fig.3 la BB rappresenta l'equilibrio istantaneo sul mercato finanziario interno. La FF rappresenta le combinazioni fra tassi d'interesse e tassi di cambio per le quali lo stock offerto di attività finanziarie nette sull'estero è uguale a quello domandato. La $F=0$ è l'equilibrio della bilancia delle partite correnti. Quest'ultima è verticale poiché si ignorano, per semplicità, gli effetti connessi al pagamento degli interessi sul debito estero netto 5/. Le curve FF e BB sono inclinate negativamente,

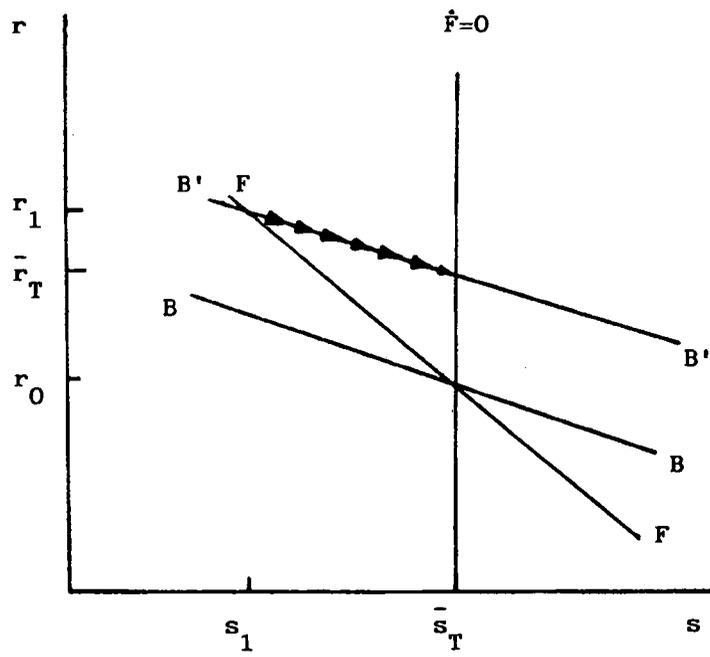


fig. 3

dato che un aumento del tasso d'interesse interno deve essere compensato da un apprezzamento del cambio per mantenere in equilibrio i mercati dei titoli interni ed esteri (vedi appendice 2). La FF è più inclinata della BB in quanto il tasso di cambio agisce sulla domanda di attività estere non solo tramite il rendimento atteso, ma anche tramite i guadagni (o perdite) in conto capitale: ad un aumento del tasso d'interesse interno è necessario un minore aggiustamento del cambio per mantenere immutata la quantità domandata di attività estere.

L'espansione fiscale accresce la quantità offerta di titoli pubblici: per mantenere in equilibrio il mercato finanziario interno il tasso d'interesse deve aumentare (spostando la BB verso destra), creando un divario di rendimento positivo a favore delle attività denominate nella valuta nazionale. Il tasso di cambio si apprezza (da s_0 a s_1), fintanto da creare: i) l'aspettativa di un futuro deprezzamento, tale da rendere compatibili i saggi di rendimento sulle attività interne e quelle estere (equilibrio di portafoglio); ii) un disavanzo di parte corrente, tale da compensare l'afflusso di capitale (equilibrio della bilancia dei pagamenti). L'economia si troverà in situazione di disavanzo delle partite correnti fin quando lo stock (netto) di attività sull'estero non si sarà ridotto del necessario per ripristinare l'equilibrio di portafoglio di lungo periodo. Graficamente ciò si ottiene con il progressivo spostamento verso destra della FF.

In sintesi, l'espansione fiscale produce un overshooting ^{6/} del tasso di cambio e determina un temporaneo deterioramento delle partite correnti. E' da rilevare che nella fase di transizione verso l'equilibrio di lungo periodo (tra s_1 e s_T) il tasso d'interesse si riduce ad un ritmo inferiore rispetto a quello del tasso di cambio, man-

tenendo il divario di rendimento a favore delle attività interne e assicurando in tal modo il finanziamento del disavanzo delle partite correnti. Nel caso di una espansione fiscale che viene ripetuta nel tempo, il cambio si apprezza ogniqualevolta avviene lo shock fiscale, ma tende a deprezzarsi nel lungo periodo per ripristinare l'equilibrio delle partite correnti. Se i futuri shocks fiscali vengono interamente anticipati, il tasso di cambio si apprezza ancor prima dell'impulso stesso e le partite correnti registrano un disavanzo (vedi Wilson, 1979).

III.3 - Se si rimuove l'ipotesi di output costante, l'impulso fiscale produce un effetto di reddito che tende a rafforzare quello di sostituzione sopra illustrato. Rispetto al caso precedente, la domanda di attività nette sull'estero si riduce, provocando lo spostamento verso sinistra della FF (fig.4): l'effetto d'impatto sul tasso di interesse e sul cambio è pertanto maggiore. La successiva dinamica di aggiustamento di queste due variabili dipende dall'effetto della politica fiscale sul livello di reddito di lungo periodo. Se l'impulso fiscale ha un effetto duraturo vi è uno spostamento sulla destra della $\dot{F}=0$, con conseguente deprezzamento del tasso di cambio di lungo periodo.

La dimensione dell'effetto di reddito dipende dal grado di apertura dell'economia e dall'importanza relativa del settore esposto alla concorrenza internazionale. Se l'economia è molto aperta, la variazione dei prezzi relativi successiva all'apprezzamento del cambio tende a deprimere un'ampia parte della produzione interna, limitando in tal modo l'efficacia della politica fiscale. La stessa relazione negativa fra tasso di cambio e disavanzo delle partite correnti si riscontra nei lavori di Mundell (1968) nell'ambito di modelli di flussi, e di Rodriguez (1979),

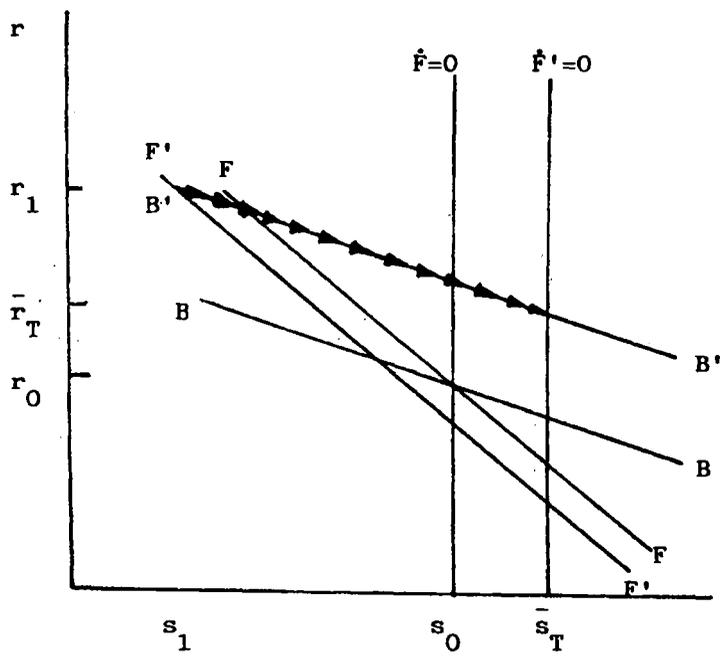


fig. 4

Genberg e Kierkowski (1979) e Branson (1979) nell'ambito di modelli di portafoglio.

III.4 - Se si tiene conto dell'effetto ricchezza (con reddito costante), alcuni dei risultati ottenuti in precedenza vengono parzialmente modificati. L'effetto ricchezza può essere incluso nei modelli di portafoglio sotto forme diverse. Una prima, presente in particolare nel modello di Kouri (1976), deriva dall'ipotesi di complementarità fra le attività finanziarie 7/. Una seconda discende dall'esistenza di un premio di rischio che gli operatori scontano sul rendimento delle attività finanziarie denominate in una certa valuta. Questo premio di rischio varia, in particolare, in funzione della posizione finanziaria netta del paese nei confronti del resto del mondo (vedi appendice 2): un paese la cui posizione netta sull'estero si indebolisce tende a costituire un rischio maggiore per gli investitori stranieri.

L'aumento del premio di rischio provoca uno spostamento verso destra della curva FF (fig.5) 8/. Se l'effetto ricchezza provocato dall'aumento del premio di rischio è superiore agli effetti di sostituzione e di reddito illustrati nelle sezioni precedenti, l'impulso fiscale può produrre un istantaneo deprezzamento del cambio, invece di un apprezzamento 9/.

In questo modello l'evoluzione della posizione netta sull'estero rappresenta un elemento importante nella determinazione del tasso di cambio. Nel prossimo capitolo si esaminerà più in dettaglio l'evoluzione recente di questa variabile per il caso degli Stati Uniti.

III.5 - Il modello presentato nel paragrafo precedente è sufficientemente generale da poter essere applicato a qual-

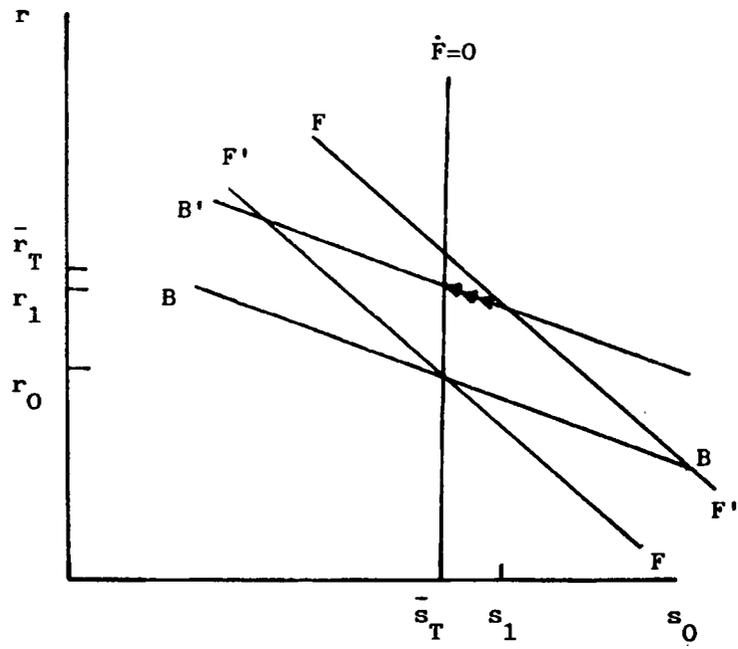


fig. 5

siasi paese. Il caso recente degli Stati Uniti sembra corrispondere, nel breve periodo, a quello in cui l'output è variabile e non vi sono effetti ricchezza. La dimensione dell'economia americana, in particolare del settore non esposto, rende meno rilevante e più lento a manifestarsi l'effetto di crowding-out provocato dall'apprezzamento del cambio. Per quel che riguarda l'effetto ricchezza la valutazione è più complessa: indubbiamente vi è stato un ampio deterioramento nella posizione netta sull'estero degli Stati Uniti, ma quest'ultima sembra essere rimasta positiva, almeno fino alla fine del 1984 (vedi cap. IV).

Il modello presentato in questo lavoro fornisce una interpretazione della recente dinamica del tasso di cambio del dollaro e delle partite correnti americane. Esso offre, inoltre, una razionalizzazione delle preoccupazioni, espresse sia in campo accademico che negli ambienti finanziari, riguardo agli effetti del deterioramento della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti. Nel corso degli ultimi tre anni il policy-mix statunitense ha provocato un eccesso di domanda e un aumento del tasso di interesse interno, che ha fatto apprezzare il tasso di cambio del dollaro oltre il suo livello di lungo periodo (overshooting), da una parte per generare l'aspettativa di un futuro deprezzamento e rendere in tal modo compatibili i saggi di rendimento statunitensi con quelli esteri, e, dall'altra, per favorire il crearsi di un disavanzo delle partite correnti che compensi l'afflusso dei capitali privati.

L'effetto rivalutativo della politica fiscale sembra tuttavia dovere scemare man mano che il deterioramento della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti farà aumentare il premio di rischio richiesto dagli operatori esteri per detenere attività finanziarie denominate in dollari.

IV. Il finanziamento del disavanzo statunitense.

In questo capitolo si esaminano alcuni aspetti connessi al finanziamento del disavanzo delle partite correnti dell'ultimo biennio. Nel primo paragrafo si valuta l'entità del deterioramento della posizione finanziaria netta sull'estero che ha portato gli Stati Uniti a diventare, dall'inizio del 1985, debitori netti nei confronti del resto del mondo. In quello successivo si esaminano i flussi di capitali della bilancia dei pagamenti statunitense, disaggregati per principali aree geografiche.

1. La posizione netta sull'estero degli Stati Uniti.

L'ampliamento del disavanzo delle partite correnti ha provocato il rovesciamento della posizione finanziaria netta sull'estero degli Stati Uniti. Secondo i dati ufficiali, questa era di 28 miliardi di dollari alla fine del 1984; dato il disavanzo di parte corrente registrato nel primo semestre 1985 (60 miliardi), essa dovrebbe essere attualmente diventata negativa. Se, inoltre, si mantenesse sui livelli attuali in rapporto al prodotto lordo il disavanzo di parte corrente, gli Stati Uniti diventerebbero in pochi anni uno dei principali paesi debitori al mondo: alcune proiezioni indicano che entro la fine degli anni ottanta l'indebitamento netto degli Stati Uniti potrebbe raggiungere il 16 per cento del prodotto lordo, un livello prossimo a quello dei paesi latino-americani come Brasile e Messico.

Il calcolo della posizione netta degli Stati Uniti incontra notevoli difficoltà. Nei dati ufficiali vengono infatti esclusi gli errori e le omissioni della bilancia dei

pagamenti statunitense. Se si corregge la posizione netta per questa voce, che negli ultimi anni ha raggiunto livelli record, e che viene generalmente attribuita a movimenti di capitali non identificati, gli Stati Uniti sarebbero diventati debitori netti nei confronti del resto del mondo sin dalla fine del 1983. Questi calcoli non tengono comunque conto della posizione del dollaro nel sistema monetario internazionale. Mentre, come si è già visto, gli Stati Uniti detengono un ammontare assai limitato di riserve, le autorità degli altri paesi possiedono uno stock considerevole di attività finanziarie statunitensi: la posizione ufficiale netta risulta dunque strutturalmente debitoria. Nel calcolo della posizione degli Stati Uniti può dunque essere preferibile tener conto unicamente delle operazioni effettuate tra gli operatori privati. In tal caso la posizione netta risulterebbe in attivo di circa 100 miliardi di dollari alla fine del 1984.

Indipendentemente dai problemi connessi alla misurazione del livello effettivo della posizione finanziaria netta, ciò che preoccupa maggiormente gli ambienti finanziari e le autorità di politica economica (vedi Volcker, 1985), è il suo rapido deterioramento e gli effetti che ne possono derivare per la "sustainability" dell'attuale tendenza e le conseguenze sul tasso di cambio del dollaro.

Questo problema è stato in parte trattato nel capitolo precedente e riguarda le conseguenze di un crescente indebitamento sulla domanda di attività finanziarie estere. Secondo l'approccio di portafoglio il tasso di rendimento richiesto dagli operatori per detenere un'attività finanziaria dipende dalla quota di quest'ultima sul totale degli investimenti. Un aumento della posizione debitrice netta degli Stati Uniti corrisponde a un aumento degli investimenti in dollari effettuati dal resto del mondo; se questi

ultimi crescono ad un ritmo superiore a quelli effettuati in altre valute il rischio relativo tenderà ad aumentare. Il tasso di rendimento sugli investimenti in dollari dovrà pertanto salire per coprire gli operatori esteri del maggior rischio e indurli a continuare ad acquistare attività finanziarie denominate nella valuta statunitense. Il più elevato rendimento sugli investimenti in dollari può essere ottenuto alternativamente tramite: a) l'aumento del tasso d'interesse negli Stati Uniti; b) il deprezzamento del dollaro oltre il livello di lungo periodo, in modo da generare l'aspettativa di un suo futuro apprezzamento ($s^e < s$).

Nonostante l'ampio deterioramento della posizione netta sull'estero degli Stati Uniti avvenuto nel corso degli ultimi anni, risulta difficile valutare l'evoluzione del premio di rischio sugli investimenti in dollari. Tale analisi deve infatti tener conto delle specifiche caratteristiche degli operatori che in questi anni hanno assorbito ingenti quantità di attività finanziarie statunitensi. La scomposizione geografica dei flussi finanziari esteri statunitensi effettuata nel prossimo paragrafo fornisce alcune interessanti indicazioni in proposito.

2. Scomposizione geografica dei flussi finanziari statunitensi.

Nell'analisi del deterioramento della posizione finanziaria netta degli Stati Uniti, e delle possibili ripercussioni sul premio di rischio del dollaro, può essere utile esaminare in maggior dettaglio la scomposizione geografica dei flussi finanziari netti e lordi.

Nel corso degli ultimi anni il finanziamento del disavanzo di parte corrente è avvenuto principalmente tra-

mite una contrazione dei deflussi finanziari lordi. Le entrate complessive di capitale negli Stati Uniti sono infatti rimaste pressoché immutate, mentre sono diminuite le uscite, in particolare quelle verso i PVS (74 miliardi fra il 1982 e il 1984; tavv.4 e 5). Anche quelle in direzione dei paesi OCSE sono diminuite, ma in misura inferiore (18 miliardi). La disaggregazione dei flussi mostra che questo andamento si è verificato sia per i movimenti bancari che per quelli non bancari 10/.

Si è registrato un incremento dell'indebitamento netto verso l'OCSE, nei confronti del quale gli Stati Uniti erano già debitori netti (soprattutto se si esclude il Canada; tav.6). Nei confronti dei paesi europei e del Giappone il debito netto rimane assai contenuto (circa 140 e 15 miliardi di dollari, rispettivamente, a fine 1984). Il debito lordo è aumentato del 7 e 28 per cento.

Come si è visto in precedenza, è soprattutto nei confronti dei PVS che si è avuta la più ampia riduzione della posizione creditrice netta degli Stati Uniti (da 95 a 77 miliardi di dollari fra il 1983 e il 1984). Se si applicano i criteri esplicitati nel paragrafo precedente il premio di rischio scontato dagli operatori residenti nei PVS sugli investimenti in dollari dovrebbe essere notevolmente aumentato nel corso degli ultimi anni. Tuttavia, il ben noto deterioramento delle condizioni di fondo di quei paesi ha provocato un contemporaneo aumento del rischio connesso agli investimenti locali. In termini relativi, il rischio sulle attività in dollari potrebbe essere pertanto diminuito. Ciò sembra in parte spiegare il continuo afflusso di capitali provenienti dai PVS negli Stati Uniti.

In sintesi, il deterioramento della posizione netta statunitense costituisce un fattore di pressione sul rischio di cambio del dollaro. Tuttavia, l'effetto compless-

FLUSSI DI CAPITALE USA
(miliardi di dollari)

	'75-'78	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985 (1)
Uscite di capitale								
totale	46,6	64,3	86,1	111,0	118,9	49,5	21,2	6,6
+ Ufficiali	4,7	4,9	13,3	10,3	11,1	6,2	8,7	4,6
+ Privati	41,9	59,4	72,8	100,7	107,8	43,3	12,6	2,0
di cui: - invest. diretti	13,5	25,2	19,2	9,6	-4,7	4,9	6,0	4,4
- banche	20,0	26,2	46,8	84,2	111,1	25,4	7,3	-9,0
Entrate di capitale								
totale	41,8	38,7	58,1	81,3	95,2	81,7	92,8	79,0
+ Passività ufficiali	23,8	-13,7	15,5	5,0	3,3	5,4	3,0	-6,0
+ Privati	18,0	52,4	42,6	6,3	91,9	76,4	89,8	85,0
di cui: - invest. diretti	4,6	11,9	16,9	23,1	14,9	11,3	21,2	14,0
- banche	8,6	32,6	10,7	42,1	65,9	49,1	27,6	27,2
Saldo dei movimenti di capitale	-5,2	-25,6	-28	-29,7	-23,7	32,2	71,6	72,4
Memo: - errori ed omissioni	6,7	25,4	25,0	22,3	32,9	9,3	30,0	51,8
- saldo della bil. corrente	-1,9	-1,0	1,9	6,3	-9,2	-41,6	-101,7	-124,2

Fonte: US Department of Commerce.

(1) Dati del primo semestre, su base annua.

**SCOMPOSIZIONE GEOGRAFICA DEI FLUSSI
DI CAPITALE STATUNITENSI**
(miliardi di dollari)

	1981	1982	1983	1984
<u>Entrate provenienti da:</u>				
- Paesi industriali (escluso Regno Unito)	18.8	22.1	34.2	32.8
- PVS	14.4	44.1	25.8	29.3
- Regno Unito	10.0	27.8	20.0	21.1
<u>Uscite verso:</u>				
- Paesi industriali (escluso Regno Unito)	25.4	22.1	18.3	3.9
- PVS	59.1	63.7	20.4	-9.7
- Regno Unito	17.4	28.2	2.6	11.6

Fonte: US Department of Commerce.

**SCOMPOSIZIONE GEOGRAFICA DELLE ATTIVITA'
E PASSIVITA' ESTERE DEGLI STATI UNITI A FINE 1983**
(miliardi di dollari)

	attività	passività	netto
Totale	887.5	781.5	106.0
Europa Occidentale	267.6	367.8	-100.2
Canada	118.9	50.3	68.5
Giappone	49.1	50.1	-0.9
America latina	262.8	167.6	95.3
Altri paesi e Istituzioni	189.0	145.7	43.3

Fonte: US Department of Commerce.

sivo viene in parte attenuato dal fatto che la maggior parte del finanziamento del disavanzo di parte corrente avviene tramite afflussi netti provenienti dai PVS, dove, a causa di problemi interni, gli operatori mantengono una elevata preferenza nei confronti della valuta statunitense (fattore di "safe haven").

V - Conclusioni e prospettive.

I legami esistenti fra gli andamenti del tasso di cambio del dollaro e quelli della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sono, nel breve periodo, strettamente connessi al policy-mix statunitense. Le implicazioni derivanti dal finanziamento degli squilibri di parte corrente e dalla evoluzione della posizione netta degli Stati Uniti possono tuttavia, nel più lungo periodo, influire in modo determinante sugli andamenti dei mercati valutari.

L'analisi dei recenti sviluppi indica che nel corso del biennio 1983-84 gli Stati Uniti hanno potuto finanziare il proprio disavanzo di parte corrente senza provocare effetti negativi sul cambio del dollaro. Malgrado il marcato deterioramento della posizione netta degli Stati Uniti, le sfavorevoli condizioni economiche generali nel resto del mondo, in particolare nei PVS, hanno portato gli investitori di questi paesi ad accrescere i loro investimenti in dollari, confermando la fiducia nel ruolo centrale svolto dalla moneta statunitense nel sistema monetario internazionale.

Nel prendere in considerazione le varie ipotesi sul futuro andamento del dollaro e della bilancia dei pagamenti statunitense è necessario valutare i possibili sviluppi delle condizioni di finanziamento e del policy-mix statunitense. Una politica monetaria più accomodante, ad esempio, tenderà a ridurre i tassi d'interesse statunitensi e a deprezzare il cambio del dollaro. Se la politica monetaria rimane invece non accomodante il cambio del dollaro dipenderà dalle condizioni di fondo del mercato monetario statunitense, in particolare dalla domanda di credito proveniente dal settore pubblico e da quello privato. Questo è il canale attraverso il quale un rallentamento della crescita

del prodotto statunitense provoca l'indebolimento del cambio del dollaro.

Per quel che riguarda le condizioni di finanziamento del disavanzo estero, esse dipendono dal mantenimento della sottostante situazione economica nei paesi industriali e nei PVS. In assenza di un generale miglioramento congiunturale al di fuori degli Stati Uniti, gli operatori finanziari esteri continueranno a mantenere una elevata proporzione dei loro portafogli in investimenti statunitensi. Quel paese continuerebbe a svolgere, in un certo senso, il ruolo di "borrower of last resort" che gli ha finora garantito favorevoli condizioni finanziarie.

Nell'ipotesi di una inversione di tendenza nelle aspettative degli operatori finanziari e della politica economica statunitense si pone la questione relativa alla velocità di aggiustamento del tasso di cambio del dollaro verso il suo presunto equilibrio di lungo termine ("hard" vs. "soft landing"). Varie tesi sono state avanzate (vedi Marris, 1985; Krugman, 1985; BIS, 1984; Dooley e Isard, 1985; Isard e Stekler, 1985). Il modello teorico presentato in questo lavoro può fornire alcune utili indicazioni in proposito. Un'inversione del policy-mix statunitense, nel senso di una drastica riduzione del disavanzo fiscale e di una politica monetaria espansiva, produrrebbe un brusco deprezzamento del cambio (nell'ipotesi di assenza di interventi). Un analogo risultato si otterrebbe nel caso in cui l'aumento del premio di rischio sul dollaro, provocato dal progressivo deterioramento della posizione finanziaria netta americana, non venga compensato da un sufficiente aumento dei tassi d'interesse statunitensi.

La politica monetaria emerge come uno strumento di particolare importanza per la futura evoluzione del tasso di cambio del dollaro. Essa può essere infatti utilizza-

ta per contrastare gli effetti di shocks esterni, in particolare quelli derivanti dai mutamenti nelle preferenze di portafoglio degli operatori. Secondo il modello presentato in questo lavoro non sono pertanto fondati quegli scenari che prevedono una inevitabile "fuga dal dollaro" 11/, con conseguente crollo del tasso di cambio non appena si invertano le aspettative degli operatori. Il verificarsi o meno di tale fuga dipenderà in larga misura dall'atteggiamento delle autorità monetarie statunitensi. Tassi d'interesse sufficientemente elevati possono infatti garantire il finanziamento degli squilibri delle partite correnti senza violenti contraccolpi sul cambio 12/.

APPENDICE 1

Flussi di capitale bancario e tassi d'interesse.

I flussi bancari, come si è visto nel primo capitolo, hanno svolto un ruolo fondamentale nel finanziamento del disavanzo di parte corrente dell'ultimo triennio, in particolare nel 1983 e 1984, quando le entrate nette di capitale a lunga e a breve non bancario non furono sufficienti a compensare gli squilibri di parte corrente: nel corso di questi ultimi due anni l'afflusso netto di capitale bancario è stato, complessivamente, di 44 miliardi di dollari. Si può pertanto pensare che, a fronte di un eventuale rallentamento degli afflussi di capitale a lunga, i flussi bancari continuino a svolgere un ruolo importante nel finanziamento dei disavanzi di parte corrente statunitensi.

L'aumento dei tassi di interesse negli Stati Uniti, rispetto a quelli in vigore sugli euromercati e in altri paesi, in particolare la Germania federale, appare come uno dei fattori che hanno favorito questo afflusso netto di capitale bancario. E' possibile verificare questa ipotesi tramite una regressione (su dati trimestrali per il periodo 1980-84) del saldo dei capitali bancari sui differenziali fra i tassi a tre mesi sui depositi bancari negli Stati Uniti, sul mercato dell'eurodollaro e in Germania federale 13/. La stima viene effettuata utilizzando solo questi due differenziali in quanto l'introduzione di altri tassi, ad esempio quello di mercato monetario giapponese, oltre a non aggiungere potere esplicativo alla regressione, riduce la significatività degli altri coefficienti, a causa, probabilmente, della elevata correlazione tra i tassi tedeschi e

quelli giapponesi (circa 0,78).

Nel tentativo di stimare la sensibilità dei movimenti di capitale bancario rispetto ai tassi d'interesse, si ottiene che la variazione di un punto percentuale del differenziale tra tasso statunitense e tasso sull'eurodollaro modifica il saldo dei capitali bancari di oltre 10 miliardi di dollari al trimestre (tav.7). Pur adottando metodi di stima assai semplici e limitando il numero delle variabili esplicative, i risultati sembrano fornire indicazioni utili per la comprensione di quanto è avvenuto negli ultimi anni. L'aumento del differenziale medio tra i tassi statunitensi e quelli sull'euromercato, di 1,5 punti percentuali fra il 1982 e il 1983, sembra essere stato un fattore particolarmente importante nel provocare il miglioramento, di oltre 60 miliardi di dollari, del saldo dei capitali bancari (da un disavanzo di 45,1 miliardi nel 1982 ad un surplus di 23,7 nel 1983) (fig.A.1). L'effetto di un aumento del differenziale tra tasso statunitense e quello tedesco migliora il saldo per un ammontare inferiore (3,8 miliardi di dollari a trimestre per ogni punto percentuale).

Altri fattori, ugualmente importanti ma forse più difficilmente quantificabili, hanno influenzato i movimenti dei capitali bancari verso gli Stati Uniti: la situazione debitoria dei PVS, la minor crescita dei paesi industriali, etc. Nel corso del 1984, inoltre, le difficoltà incontrate dalle sussidiarie della Continental Illinois nel reperire fondi sull'euromercato hanno prodotto una elevata variabilità nei flussi bancari fra gli Stati Uniti e i mercati europei. L'insieme di questi fattori ha avuto sostanziali ripercussioni sulle condizioni generali di liquidità del sistema, e dunque sui tassi di rendimento nei rispettivi mercati. Il favorevole differenziale dei tassi d'interesse che si è venuto a creare negli Stati Uniti non riflette

REGRESSIONE DEL SALDO DEI MOVIMENTI DI CAPITALE BANCARIO
SUL DIFFERENZIALE DEI TASSI DI INTERESSE

	c	$(r_{us} - r_{eur\$})$	$(r_{us} - r_g)$	R^2	Dw
(1) OLS	-0,9 (-0,1)	6,8 (2,9)	4,3 (3,6)	0,65	2,05
(2) 2SLS	6,6 (0,8)	10,2 (3,1)	3,8 (2,9)	0,60	2,10

Fra parentesi t - statistiche. La variabile dipendente è in miliardi di dollari.
Dati trimestrali dal 1980:I al 1984:III
Fonte: U.S. Department of Commerce e FMI.

r_{us} = tasso sui Treasury bills a tre mesi.

r_g = tasso interbancario a tre mesi in Germania federale.

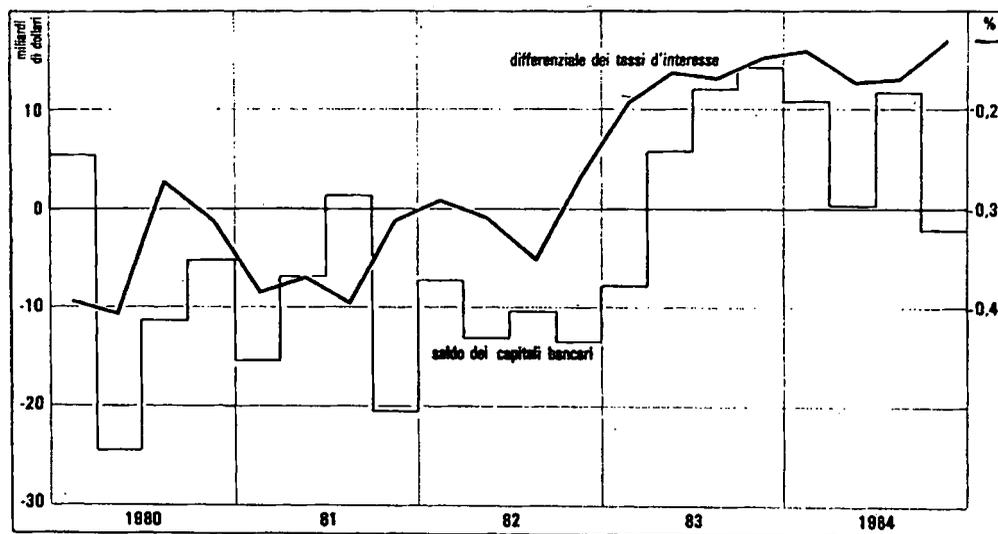
$r_{eur\$}$ = tasso sull'euromercato a tre mesi.

Si veda la nota 13 per ulteriori spiegazioni.

dunque solo le relative condizioni di rendimento prevalenti sui rispettivi mercati monetari ma anche le sottostanti situazioni di rischio e le prospettive di crescita dei vari paesi.

Fig. A1

SALDO DEI CAPITALI BANCARI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI E DIFFERENZIALE DEI TASSI D'INTERESSE



Fonte: Elaborazioni su dati U.S. Department of Commerce.

APPENDICE 2

Rappresentazione grafica del modello.

In questa appendice si illustrano alcuni elementi analitici sottostanti alla costruzione delle figg.3-5 del testo.

La condizione di equilibrio di lungo periodo della bilancia dei pagamenti si ottiene ponendo $F=0$.

$$0 = t(s, y)$$

$$-\frac{ds}{dr} = 0$$

L'inclinazione della BB si ottiene dall'equazione (3):

$$\frac{dr}{ds} = -\frac{b_s}{b_r} < 0$$

La FF identifica le combinazioni fra tasso d'interesse e tasso di cambio che soddisfano la domanda di attività finanziarie sull'estero. La sua pendenza è negativa:

$$\frac{dr}{ds} = -\frac{f_s}{f_r} + \frac{F/s}{f_r} < 0$$

Il comportamento dinamico del sistema si evidenzia dalle equazioni differenziali che descrivono l'aggiustamento del tasso di cambio e dello stock di attività finanziarie nette sull'estero. Invertendo l'equazione (2) si ottiene:

$$(A.1) \quad \dot{s}^e/s = J(F/W, r, r^*, y) \quad J_{F/W} J_r, J_y > 0$$

Combinando la (A.1) e la (1) si ottiene un sistema di due equazioni differenziali in s e F . Facendo l'ipotesi di perfetta anticipazione del tasso di cambio e prendendo ap-

prossimazioni lineari delle due equazioni nei punti di equilibrio di lungo periodo, il sistema si può rappresentare come segue:

$$\begin{pmatrix} \dot{s} \\ \dot{F} \end{pmatrix} = V \begin{pmatrix} s - \bar{s} \\ F - \bar{F} \end{pmatrix}$$

e i segni degli elementi della matrice (2x2) V sono i seguenti:

$$V = \begin{pmatrix} + & + \\ + & 0 \end{pmatrix}$$

Il sistema è localmente stabile, dato che il determinante di V è negativo.

La fig. A2 mostra il diagramma di fase nello spazio (s,F). Il sentiero di sella è inclinato negativamente come si vede dal segno delle componenti della matrice V. Partendo da una situazione di squilibrio, ad esempio (s₀, F₀), il tasso di cambio "salta" immediatamente ad s₁ per portare l'economia su di una traiettoria compatibile con il livello di stato stazionario.

La fig. A3 mostra come si ottengono, per simmetria, le figure nello spazio (s,r) a cui si fa riferimento nel capitolo III. In queste ultime la BB rappresenta le combinazioni fra tasso di interesse e tasso di cambio che mantengono istantaneamente in equilibrio il mercato finanziario interno. A ciò corrisponde il sentiero di sella nello spazio (s,F), che descrive l'equilibrio fra domanda e stock di attività finanziarie. Vi è dunque un'unica combinazione di tasso di cambio e tasso d'interesse che, per un dato stock di attività estere, soddisfi contemporaneamente entrambe le condizioni di equilibrio.

Se si introduce un effetto ricchezza, la (2) si

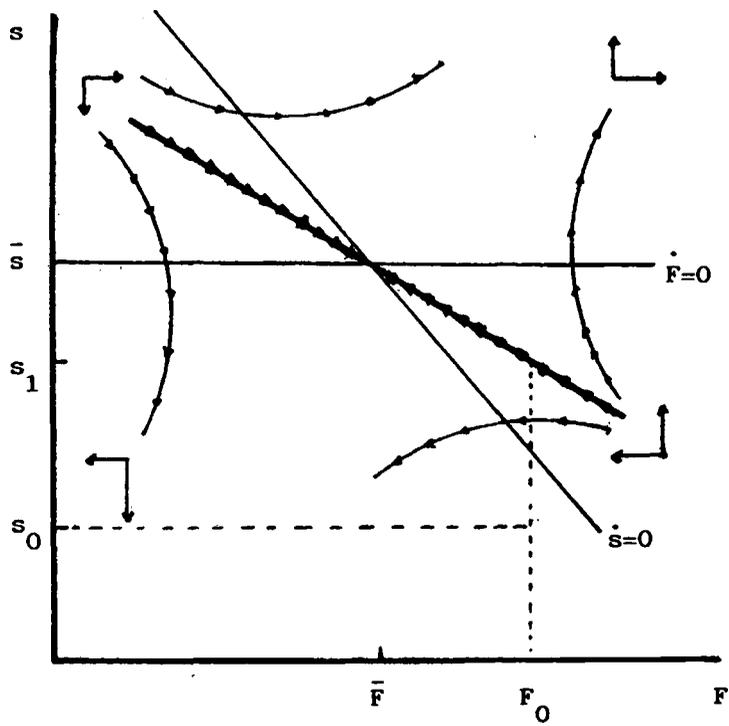


Fig. A2

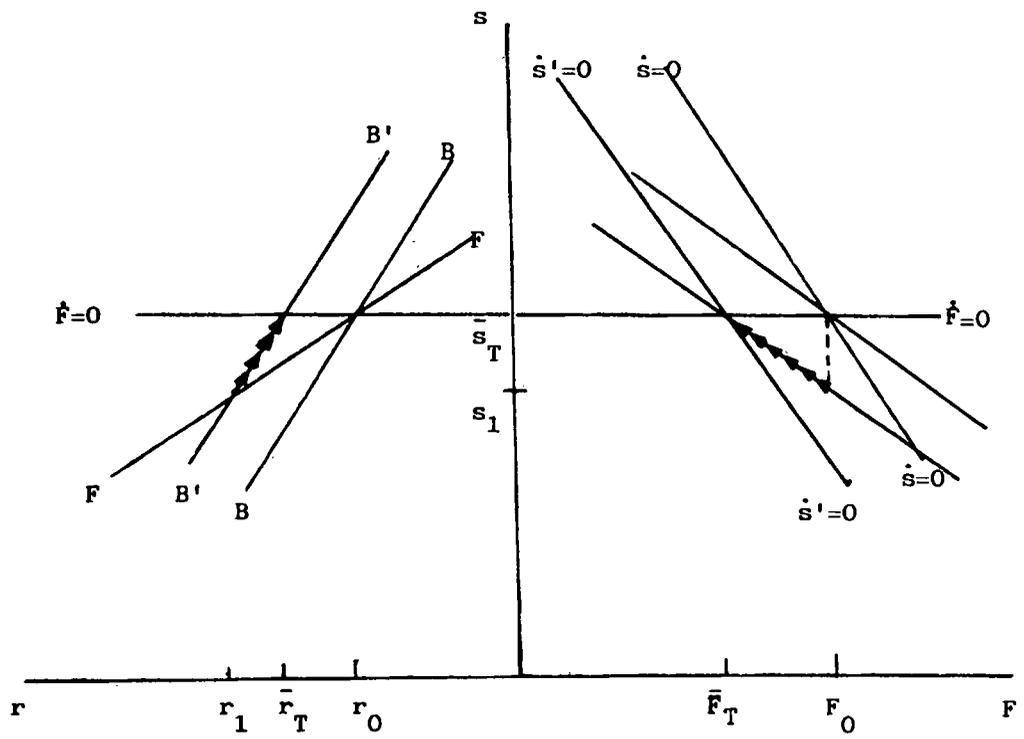


Fig. A3

riscrive come segue:

$$(A.2) \quad sF = f'(r, r^*, s^e/s, y, \Psi(sF)) W$$

ove $\Psi(sF)$ è il premio di rischio, con $\Psi_{sF} > 0$ e $f'_\Psi < 0$. Ciò indica che l'effetto di un aumento del tasso d'interesse sulla domanda di attività finanziarie nette sull'estero dipende (positivamente) dalla posizione netta del paese, e provoca lo spostamento verso destra della curva $s=0$ e sulla sinistra della FF nella fig. A2.

NOTE

(*) Ringrazio C. Giannini, A. Rinaldi e un anonimo referee per i loro commenti.

1/ Vedi Bollettino Economico della Banca d'Italia, febbraio 1985. I dati relativi al primo semestre 1985 mostrano un marcato incremento di questa voce (51,8 miliardi di dollari, su base annua).

2/ Questa riduzione risulta inferiore se si tiene conto dell'effetto della creazione, nel 1981, delle International Banking Facilities (vedi Isard e Stekler, 1985).

3/ L'ipotesi sottostante a questi modelli è quella di imperfetta sostituibilità fra attività denominate in valuta estera e valuta nazionale.

4/ Questa ipotesi non indebolisce eccessivamente i risultati degli esercizi effettuati nei paragrafi successivi dato che in ognuno di essi la quantità di moneta rimane costante.

5/ I risultati non vengono tuttavia significativamente alterati.

6/ Per overshooting si intende una variazione rispetto al livello di lungo periodo, indipendentemente dal valore di quest'ultimo. In un modello più generale, in cui vengono inclusi anche i pagamenti di interessi sul debito estero, il cambio di lungo periodo si deprezzerà (vedi Rodriguez, 1979): l'apprezzamento di breve periodo costituirebbe pertanto un reverse-overshooting.

7/ Per complementarietà si intende una relazione positiva fra il rendimento e la domanda di due diverse attività.

8/ Lo spostamento della FF è istantaneo nel caso di perfetta anticipazione della posizione finanziaria netta sull'estero nel nuovo equilibrio di stato stazionario.

9/ Anche nel modello di Mundell l'espansione fiscale può provocare il deprezzamento del tasso di cambio se non vi è perfetta sostituzione fra attività finanziarie interne ed estere, ossia se la retta dell'equilibrio esterno è più inclinata della LM.

10/ Vedi nota 2.

11/ Secondo questa interpretazione i mercati finanziari internazionali non realizzano che se si verificano effettivamente le attuali aspettative di deprezzamento del dollaro (il 3-4 per cento all'anno circa), il saldo delle partite correnti tornerà in equilibrio solo fra 10-15 anni, provocando un insostenibile deterioramento della posizione finanziaria netta degli Stati Uniti.

12/ Tale volontà dipende dalla possibilità di rendere compatibile l'obiettivo di una soft-landing con quello di crescita economica interna sostenuta.

13/ Viene utilizzato il differenziale nominale non coperto fra tasso USA e tasso tedesco in quanto non si dispone di dati attendibili sulle aspettative di cambio. Lo sconto a termine viene infatti calcolato tramite il differenziale dei tassi nominali, e non può dunque essere utilizzato. Una possibile soluzione sarebbe quella di deflazionare i due tassi con una misura delle aspettative di inflazione nei due paesi, ma ciò equivarrebbe a fare l'ipotesi di ex-ante PPP, assai poco attendibile per un orizzonte temporale di tre mesi. Anche il tasso sull'eurodollaro dovrebbe essere deflazionato in modo da tener conto del diverso premio di rischio esistente su quel mercato. In questo lavoro si ipotizza per semplicità un premio di rischio costante. Si utilizza il tasso sui Treasury bills a tre mesi in quanto viene generalmente considerato come il miglior indicatore delle condizioni di mercato monetario USA.

BIBLIOGRAFIA

- BRANSON, W. (1979), Exchange Rate Dynamics and Monetary Policy, in "Inflation and Employment in Open Economies", edited by A. Lindbeck, North-Holland, New York.
- _____, - BUITER, W. (1983), Monetary and Fiscal Policy with Flexible Exchange Rates, in "Economic Interdependency and Flexible Rates", edited by Bhandari - Putnam, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- BRI (1984), The Sustainability of Capital Inflows in the United States.
- CALVO, G. - RODRIGUEZ, C. (1977), A Model of Exchange Rate Determination under Currency Substitution and Rational Expectation, "Journal of Political Economy" pp.617-625
- DALE, R. (1984), Is the US Already a Net Debtor?, "The Banker", Dicembre, pp.8-9.
- DOOLEY, M. - ISARD, P. (1982), A Portfolio-Balance Rational Expectations Model of the Dollar-Mark Exchange Rate, "Journal of International Economics", pp.257-276.
- _____, (1985), The Appreciation of the Dollar; An Analysis of the Safe Haven Phenomenon, (mimeo).
- DORNBUSCH, R. - FISHER, S. (1980), Exchange Rates and the Current Account, "American Economic Review", pp.960-971.
- FUKAO, M. (1982), The Risk Premium in the Foreign Exchange Market, Bank of Japan.
- FRENKEL, J. - RODRIGUEZ, C. (1982), Exchange Rate Dynamics and the Overshooting Hypothesis, "IMF Staff Papers", pp.1-30.
- GENBERG, H. - KIERKOWSKY, H. (1979), Impact and Long Run Effects of Economic Disturbances in a Dynamic Model of Exchange Rate Determination, "Weltwirtschaftliches Archiv", pp.605-628.

- GREENE, M. (1984), US Experience with Exchange Market Intervention, "Staff Studies", Board of Governors of the Federal Reserve System, n. 127-129
- HENDERSON, D. (1979), Financial Policies in Open Economies, "American Economic Review", Papers and Proceedings, pp.232-239.
- ISARD, P. - STEKLER, L. (1985) U.S. International Capital Flows and the Dollar, "Brookings Papers on Economic Activity", pp.219-236.
- KOURI, P. (1976) The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run: A Monetary Approach, "Scandinavian Journal of Economics", pp.280-304.
- KRUGMAN, P. (1985) Is the Strong Dollar Sustainable? "NBER Working Paper" n.1644.
- KUBARYCH, R. (1984) Financing the US Current Account Deficit, "Quarterly Review", Federal Reserve of New York.
- LAWRENCE, R. (1978) An Analysis of the 1977 U.S. Trade Deficit, "Brooking Papers on Economic Activity", n.1.
- MARRIS, S. (1985) The Decline and Fall of the Dollar: Some Policy Issues, "Brookings Papers on Economic Activity", pp.237-243
- MUNDELL, R. (1968) International Economics, Macmillan; New York.
- MUSSA, M. (1984) The Theory of Exchange Rate Determination, "Exchange Rate Theory and Practice", edited by Bilson - Marston, University of Chicago Press, Chicago.
- OBSTFELD, M. (1983) Exchange Rates, Inflation, and the Sterilization Problem: Germany 1975-81, "European Economic Review", pp.161-189.
- PENATI, A. (1984) Expansionary Fiscal Policy and the Exchange Rate, "IMF Staff Papers", pp.542-569.
- RODRIGUEZ, C. (1979) Short and Long Run Effects of Monetary and Fiscal Policies Under Flexible Exchange Rates and Perfect Capital Mobility, "American Economic Review", pp.176-182.

- SCHMIDT, W. (1978), Foreign Exchange Intervention by the Federal Reserve Bank of New York: Some Questions, "Exchange Rate Flexibility", edited by Dreyer et al., American Enterprise Institute, Washington.
- VOLCKER, P. (1985), testimonianza al Congresso USA (5/2/85). (mimeo).
- VONA, S. (1982), Un'analisi dell'evoluzione recente del commercio estero degli Stati Uniti con particolare riferimento agli scambi di manufatti, "Il commercio estero americano" a cura di G. Luciani, Il Mulino.
- _____, (1983), Cambi, competitività di prezzo ed esportazione di manufatti: l'esperienza dei principali paesi industriali (1973-80), "Ricerche sui modelli per la politica economica", Banca d'Italia.
- WALLICH, H. (1984) The Foreign Impact of US Budget Deficits, (mimeo).
- WILSON, C. (1979) Anticipated Shocks and Exchange Rate Dynamics, "Journal of Political Economy", pp.639-647.

TEMI DI DISCUSSIONE RECENTEMENTE PUBBLICATI (*)

- n. 44 — *Regressioni lineari con "panel data": una guida alla letteratura*, di C. COTTARELLI (dicembre 1984).
- n. 45 — *L'offerta di lavoro in Italia: tendenze recenti e previsioni per il periodo 1984-1993*, di C. GIANNINI (gennaio 1985).
- n. 46 — *L'evoluzione economica del Mezzogiorno negli ultimi trent'anni*, di P. SYLOS-LABINI (aprile 1985).
- n. 47 — *Households' saving and the real rate of interest: the Italian experience, 1970-1983*, by E. LECALDANO SASSO LA TERZA - G. MAROTTA - R. S. MASERA (maggio 1985).
- n. 48 — *Wage indexation income and inflation*, di L. GUISO (giugno 1985).
- n. 49 — *La determinazione del tasso di cambio reale dollaro-marco in un modello "eclettico"*, di J. C. MARTINEZ OLIVA - S. REBECCHINI (luglio 1985).
- n. 50 — *Due scritti bio-bibliografici su Piero Sraffa*, di L. PASINETTI (agosto 1985).
- n. 51 — *Ordinamento comunitario, disciplina bancaria e Regioni a statuto speciale*, di F. CAPRIGLIONE (agosto 1985).
- n. 52 — *Nuove forme dell'accumulazione nell'industria italiana*, di F. BARCA - M. MAGNANI (settembre 1985).
- n. 53 — *Dinamica dei tassi di cambio e interventi*, di L. BINI SMAGHI (ottobre 1985).
- n. 54 — *Occupazione e retribuzioni nel settore pubblico*, di P. GIUCCA - G. SALVEMINI (ottobre 1985).
- n. 55 — *Uno schema per la previsione a breve termine della produzione industriale*, di G. BODO - L. F. SIGNORINI (novembre 1985).
- n. 56 — *Two pieces on current policy issues:*
- *Appraising the American fiscal stance*
- *Uncertainties over the economic recovery of the United States*,
by E. S. PHELPS (novembre 1985).
- n. 57 — *Why do we need a Central Bank?*, by C. GOODHART (gennaio 1986).

(*) I «Temi» pubblicati possono essere richiesti alla Biblioteca del Servizio Studi della Banca d'Italia.

