

Appunto su OCA

Sergio Cesaratto

Deps

PMFEMU aa 2024-25

What is the appropriate domain of a currency area? Il contributo base di Mundell

Mundell (1961) definisce “currency area” un insieme di regioni che fissano i propri tassi di cambio e, al limite, adottano una moneta unica. Per le ragioni che vedremo, una regione è inoltre definita come quella all’interno della quale c’è mobilità dei fattori, mentre fra regioni non c’è mobilità dei fattori (ibid:658, n.6). Il quesito che Mundell si pone è dunque:

What is the appropriate domain of a currency area? (ibid: 41)

1.1.1. Unioni monetarie fra paesi e fra regioni

L’autore confronta la situazione di due paesi legati da un accordo di cambi fissi a quella di due regioni all’interno di una medesima nazione. Le nazioni/regioni sono fra loro disomogenee in termini di prodotti. Nel suo ragionamento **Mundell ha in mente economie vicine alla piena occupazione,¹ per cui spostamenti della domanda da una nazione/regione all’altra tendono a generare inflazione nella nazione/regione che beneficia dell’aumento di domanda per i propri prodotti.**

Mundell (ibid: 657) comincia col caso di due paesi, ciascuno con la propria divisa e legati da un accordo di cambio, supponendo che si verifichi uno spostamento della domanda dal paese B al paese A. Egli propone questo ragionamento:

Suppose first that the entities are countries with national currencies. The shift of demand from B to A causes unemployment in B and inflationary pressure in A. To the extent that prices are allowed to rise in A the change in the terms of trade will relieve B of some of the burden of adjustment. But if A tightens credit restrictions to prevent prices from rising all the burden of adjustment is thrust onto country B; what is needed is a reduction in B's real income and if this cannot be effected by a change in the terms of trade - because B cannot lower, and A will not raise, prices - it must be accomplished by a decline in B's output and employment. The policy of surplus countries in restraining prices therefore imparts a recessive tendency to the world economy on fixed exchange rates or (more generally) to a currency area with many separate currencies.

In sostanza se c’è quello che i “moderni” libri di testo chiamano uno “shock asimmetrico” a sfavore dei prodotti del paese B a favore di quelli del paese A, la nazione avvantaggiata dovrebbe

¹ Si ricordi che nel 1961 siamo nel pieno dell’epoca Keynesiana, e anche Mundell appare molto meno conservatore di quanto si rivelerà successivamente.

idealmente lasciar correre domanda interna e inflazione, lasciar apprezzare il proprio **tasso di cambio reale** e perdere competitività a favore della nazione svantaggiata sì da accrescere le proprie importazioni e diminuire le proprie esportazioni. Sulla base dell'esperienza storica Mundell sembra pessimista che ciò accada.² Quello che più probabilmente potrebbe accadere è che il paese B sia costretto a politiche recessive allo scopo di ridurre le proprie importazioni e riequilibrare la bilancia commerciale. Ciò avrà effetti negativi anche sul paese in surplus, che vedrà calare le proprie esportazioni (la “recessive tendency” di cui parla Mundell nel passo ora citato).

A commento analitico osserviamo i seguenti punti:

- Il tasso di cambio reale, che sappiamo essere un indicatore di competitività, è in questo caso definito come $e_r = p_A e_n / p_B$, dove e_n è il tasso di cambio nominale, e p_A e p_B sono, rispettivamente, il livello dei prezzi nei paesi A e B. Poiché e_n è fissato dall'accordo di cambio, il paese A perde competitività se p_A aumenta.
- Seguendo la teoria monetarista, in un sistema di cambi fissi, in maniera del tutto simile al *gold standard*, il paese in disavanzo commerciale (o più in generale di partite correnti)³ vede diminuire la propria base monetaria, mentre il paese in avanzo la vede aumentare. Già questo induce una tendenza deflazionistica in B e una inflazionistica in A.⁴ Inoltre per evitare una svalutazione della propria divisa, B innalzerà il tasso di interesse per attirare capitali atti a finanziare il disavanzo estero, mentre, simmetricamente il paese A dovrebbe diminuire i propri tassi per evitare una rivalutazione della propria valuta. I movimenti del tasso di interesse agevolano così l'aggiustamento commerciale che si svolge sia dal lato del paese in disavanzo che di quello in avanzo. Il paese in disavanzo importerà di meno nel breve periodo per la caduta del reddito – generata dagli effetti negativi dell'aumento del tasso di interesse

² Al riguardo Mundell cita il comportamento “non cooperativo” di Francia e Stati Uniti, i paesi in surplus negli anni precedenti la grande crisi, e quello della Germania negli anni 1950 nei quali aveva già accumulato forti surplus commerciali proprio attraverso un attento controllo che l'inflazione interna si mantenesse inferiore a quella dei concorrenti (si veda al riguardo Cesaratto & Stirati 2011).

³ Un iniziale disavanzo commerciale, se persiste, determina una posizione netta sull'estero negativa (indebitamento netto) e un pagamento di interessi sull'estero che, aggiungendosi al disavanzo commerciale, aggrava il disavanzo delle partite correnti.

⁴ Questa visione è un po' meccanica. Non è infatti detto che all'aumento di base monetaria (via canale estero) e a una eventuale diminuzione del tasso di interesse nel paese A segua una maggiore domanda di credito e una espansione della domanda aggregata. Si può però ammettere che se il paese A è vicino al pieno impiego, l'aumento della domanda dall'estero potrà generare tendenze inflazionistiche. Queste saranno ancora più accentuate se il paese A agisce in modo da riequilibrare le bilance commerciali attraverso una politica fiscale espansiva. Mundell è pessimista che ciò accada, anzi il paese A potrà adottare politiche volte a impedire un rialzo dell'inflazione.

sulla domanda aggregata e da una eventuale politica fiscale restrittiva - e riguadagnerà nel medio periodo competitività di prezzo per la minore inflazione; simmetricamente il paese in avanzo importerà di più per l'espansione della domanda interna e perderà competitività di prezzo nel medio periodo.

- Il paese A potrebbe, tuttavia, sterilizzare l'aumento di base monetaria dovuto al surplus commerciale impedendo in tal modo la spinta all'aumento della domanda interna e all'inflazione. Se inoltre esso fosse il cosiddetto "paese ennesimo", quello rispetto alla cui valuta gli altri paesi fissano il cambio,⁵ esso non avrebbe necessità di evitare una rivalutazione del proprio cambio (in violazione dell'accordo di cambio), e saranno i paesi in disavanzo a dover accrescere i propri tassi di interesse per evitare una svalutazione della propria. In tal modo il peso dell'aggiustamento sarebbe completamente sui paesi in disavanzo.

Mundell ritiene dunque che, probabilmente, l'aggiustamento ricadrà su prezzi e salari del paese in disavanzo che riguadagnerà competitività attraverso un deprezzamento del proprio tasso di cambio reale. Nel dibattito corrente questa viene definita "svalutazione interna" per contrapporla alla tradizionale svalutazione "esterna" del tasso di cambio nominale. Riprenderemo fra poco le difficoltà che tale aggiustamento può comportare.

Dapprima esaminiamo il caso simmetrico di due regioni all'interno di un medesimo paese. La differenza col caso di due regioni (nazioni) legate da un accordo di cambio è che l'appartenenza a una medesima nazione implica una qualche forma di solidarietà politica fra le regioni che si manifesta, nell'illustrazione di Mundell, nell'accettazione da parte della regione in surplus di politiche espansive.⁶ La situazione è ora quella di:

regions within a closed economy lubricated by a common currency; and suppose now that the national government pursues a full-employment policy. The shift of demand from B to A causes unemployment in region B and inflationary pressure in region A, and a surplus in A's balance of payments." To correct the unemployment in B the monetary authorities increase the money supply. The monetary expansion, however, aggravates inflationary pressure in region A: indeed, the principal way in which the monetary policy is effective in correcting full employment in the deficit region is by raising prices in the surplus region, turning the terms of trade against B. Full employment thus imparts an inflationary bias to the multiregional economy or (more generally) to a currency area with common currency. (ibid: 658-59)

⁵ Per esempio gli n-1 paesi potrebbero fissare il tasso di cambio rispetto al DM (o qualunque altra valuta di riferimento), mentre il paese n-esimo non se ne cura - nel senso che non fissa il tasso di cambio con nessuno, e dunque non si preoccupa di contribuire alla stabilizzazione dei cambi il cui peso ricade perciò sugli altri n-1 paesi. Si tratta di un accordo di cambio piuttosto asimmetrico.

⁶ Vedremo come un riequilibrio si possa avere non solo con politiche espansive da parte delle regioni più competitive, ma anche con trasferimenti inter-regionali

L'impegno alla piena occupazione – ricordiamo che Mundell scrive peraltro nel 1961 quando questo impegno era prioritario in seguito alla sfida del modello socialista – implica politiche espansive che, in particolare, farebbero crescere l'inflazione nelle sub-regioni in piena occupazione, e se l'elasticità al prezzo della domanda dei prodotti delle due regioni è elevata, ciò può condurre al riequilibrio.⁷

Confrontando i due casi, quello di nazioni che stringano accordi di cambio e quello di regioni all'interno di una medesima nazione, Mundell intravede dunque una tendenza deflazionistica nel primo caso e una inflazionistica nel secondo concludendo dunque che:

The optimum currency area is not the world. (ibid: 659)⁸

⁷ Ciò non è detto, come ben sappiamo dall'esistenza di fenomeni di persistente arretratezza economica come nel Mezzogiorno d'Italia.

⁸ Un problema delle UM che è meno notato è quello del cambio esterno dell'UM, vale a dire verso paesi terzi. Come nota Meade (1957: 387) e soprattutto Fleming (1971: 469), i paesi membri di una UM potrebbero avere interessi divergenti circa il tasso di cambio esterno. I paesi con surplus commerciali esterni potrebbero per esempio osteggiare la richiesta di una svalutazione/deprezzamento del cambio da parte dei paesi in disavanzo. Tale situazione è certamente parte delle attuali criticità dell'Eurozona.

Aggiustamenti asimmetrici e tendenze deflazionistiche in un'unione valutaria

In un importante contributo Fleming (1971) concorda con la conclusione di Mundell, da un lato, circa una tendenza deflazionistica in aree valutarie in cui la conduzione della politica monetaria e fiscale non sia coordinata al sostegno della piena occupazione nell'insieme dell'area e, dall'altro, circa una tendenza inflazionistica laddove tale coordinamento e sostegno si manifestasse (ibid: 481-2).

Considerando il primo caso di Mundell, quello di un'unione valutaria fra paesi, Fleming (1971) ritiene che alla base degli squilibri vi possano essere i differenti tassi di inflazione associati ai livelli di piena occupazione nei diversi paesi membri (ibid: 468-9). In altri termini ciascun paese membro potrebbe avere una differente curva di Phillips (a parità di u , i tassi d'inflazione possono essere diversi). Politiche di mantenimento della piena occupazione, poiché associate a variazioni nei tassi di cambio reali e a squilibri nella competitività relativa fra paesi, richiederebbero flessibilità nei cambi nominali. In loro assenza e data la rigidità verso il basso che prezzi e salari mostrano nelle moderne economie (ibid: 471) appare, tuttavia, difficile affidare l'aggiustamento alla flessibilità dei prezzi e salari nei paesi in disavanzo. In assenza di un atteggiamento "cooperativo" dei paesi in avanzo, ciò implica che i paesi in disavanzo si troveranno con persistenti tassi di disoccupazione indesiderati (in modo da rendere il proprio tasso di inflazione simile a quello dei paesi più virtuosi nella relazione disoccupazione /inflazione espressa nella curva di Phillips) (ibid: 481-2).

Si suppongano due paesi (Italia e Germania). In un sistema di cambi flessibili, supponendo che i prezzi nei due paesi debbano essere i medesimi, ovvero $p_G = e_n p_I$, dove e_n è il **tasso di cambio nominale** (DM per una £), si ha:

$$\hat{e}_n = \hat{p}_G - \hat{p}_I,$$

dove $\hat{p} = \dot{p} / p$ è il tasso di inflazione.

Se $\hat{p}_I = \hat{p}_G$, $\hat{e}_n = 0$, ovvero il cambio nominale è stabile.

Se $\hat{p}_I > \hat{p}_G$, **con cambi flessibili** l'Italia manterrà la competitività di prezzo se $\hat{e}_n < 0$, vale a dire se il cambio lira/DM deprezza (meno DM per una lira, ovvero più lire per un DM). In un sistema di **cambi fissi** saranno i prezzi italiani (ed eventualmente anche quelli tedeschi) a doversi aggiustare. Tutto questo può essere anche visto utilizzando il concetto di **tasso di cambio reale** che è un

indicatore di competitività. Se $p_I = e p_G$, il tasso di cambio reale $e_r = \frac{e_n \hat{p}_I}{\hat{p}_G}$ è uguale a 1. Se i prezzi

italiani aumentano più di quelli tedeschi, a parità di cambio nominale e_r aumenta e l'Italia perde competitività. Nell'EMU, in particolare, $e_n = 1$. Per questa ragione paesi aderenti a una unione

monetaria sono vincolati a un medesimo tasso di inflazione. Questo ci rimanda a due determinanti dei prezzi, andamento dei salari nominali e andamento della produttività.

Ricordando la determinazione dei prezzi via mark-up (η) per cui $p = \frac{w}{q}(1 + \eta)$, dove q è il

prodotto per lavoratore ($q = Y/N$).⁹

Applicando le derivate logaritmiche per ciascun paese otteniamo:

$$\begin{aligned}\hat{p}_I &= \hat{w}_I - \hat{q}_I \\ \hat{p}_G &= \hat{w}_G - \hat{q}_G\end{aligned}$$

$\hat{q} = (dq/dt)/q = \dot{q}/q$ è il tasso di variazione della produttività (prodotto per lavoratore), $\hat{w} = \dot{w}/w$ è il tasso di variazione dei salari nominali e $\hat{p} = \dot{p}/p$ è il tasso di inflazione. Le equazioni definiscono i tassi di variazione dei prezzi che, dato il tasso di variazione dei salari nominali e della produttività, mantengono costante la quota dei profitti sul reddito (infatti: $\eta = 1 - \frac{w}{p/q}$). Per esempio, se $\hat{q} = 2\%$ e $\hat{w} = 5\%$, ne segue che \hat{p} deve essere pari al 3%. Se invece $\hat{q} = \hat{w}$ ne risulta $\hat{p} = 0$.

Supponendo che $\hat{q}_G = \hat{q}_I$, allora $\hat{p}_I = \hat{p}_G$ implica $\hat{w}_I = \hat{w}_G$. Se $\hat{q}_G > \hat{q}_I$, allora $\hat{p}_I = \hat{p}_G$ implica $\hat{w}_I < \hat{w}_G$, ovvero $\hat{w}_I = \hat{q}_I$. Queste condizioni vanno rispettate altrimenti una unione monetaria porterebbe a squilibri esterni alla lunga insostenibili. Come visto sopra, Fleming è al riguardo piuttosto pessimista.

Supponendo invece che in Italia si abbia $\hat{w}_I = \hat{q}_I$, mentre in Germania $\hat{w}_G < \hat{q}_G$, in Italia si avrà \hat{p}_I costante mentre in G \hat{p}_G diminuisce sottraendo competitività all'Italia. Questa a detta di alcuni è stata la condotta tedesca negli anni dell'UME. L'obiettivo di inflazione media europea era del 2% mentre la Germania, anche in virtù di importanti riforme del mercato del lavoro, è riuscita a mantenersi costantemente al di sotto. Naturalmente quello del 2% non era un criterio che Trattati europei chiedevano ai paesi esplicitamente di rispettare, ma secondo alcuni economisti era pur tuttavia implicito laddove si fosse voluta assicurare un'esistenza armonica dell'UME.

Per saperne di più:

http://www.rosalux.de/fileadmin/rls_uploads/pdfs/Studien/Studien_The_systemic_crisis_web.pdf

⁹ In pratica il prezzo è fissato applicando al costo del lavoro per unità di prodotto w/q (CLUP o *unit labour cost* ULC) un ricarico η .

Lettura: da Fleming (1971)

disequilibrium might arise because differences between participants in the strength of trade unionism, in national attitudes to full employment or inflation, or in the rates of productivity growth, led to differences in the rates at which wage costs tend to rise at the nationally preferred levels of unemployment.

If the participating countries remained free to meet incipient disequilibria by altering their exchange rates relative to each other and to outside countries they would be able, by non-recurrent or by repeated adjustments of par values, to maintain or restore payments equilibrium while preserving levels of aggregate demand compatible with the nationally preferred compromises between full employment and price stability. If, however, such adjustments were precluded by adherence to a group with fixed relative exchange rates, then, if the external payments and receipts of the group as a whole were kept in balance through suitable adjustments of the uniform exchange rates, participants in a relatively weak payments position would tend to be in overall payments deficit, and those in a relatively strong position would tend to be in overall surplus. The former, after they had exhausted their ability to run down reserves or to borrow, would be forced to tolerate, either temporarily or even (in the case of dynamic disequilibrium) indefinitely, a level of unemployment that was higher, and a rate of inflation that was lower, than would correspond to their preferred compromise between the two. The latter, on the other hand, might be compelled, through a technical inability to offset the effect of their surpluses on money stocks or flows, or through unwillingness to go on financing the accumulation of reserves by government borrowing from the private sector, to permit a rate of price inflation greater, and a level of unemployment lower, than would correspond to their preferred compromise between the two. (ibid: 468)

Where tendencies towards progressive relative disequilibrium existed within a unified exchange rate area because some of the participating countries had more favourable unemployment/inflation relationships than others, the following situation would tend to emerge and persist. Much the same rate of price inflation would prevail over the area as a whole, a rate somewhat higher than that preferred by the surplus members. The deficit members would be able to keep their rates of inflation down to the common level only by tolerating indefinitely a level of unemployment higher than they would prefer if they were free to change their exchange rates and adopt their preferred positions on the unemployment/inflation curve. (ibid: 469).

...the fixation of exchange rates among a group of countries will probably worsen the unemployment/inflation relationship for the area as a whole. That is, it will increase the amount of unemployment required to hold inflation at any given rate, and will increase the rate of inflation corresponding to any given level of unemployment. It does not follow that both inflation and

unemployment must necessarily rise. In any arrangement in which the maintenance of a fixed exchange rate is given overriding priority the countries in payments surplus can usually maintain the rate by accumulating reserves while those in payments deficit may lack the reserves to spend in maintaining the rate. So long as demand management remains a national responsibility, and any balance of payments assistance among members is held to modest proportions, therefore, the deficit rather than the surplus countries are likely to have to assume the greater part of the burden of removing the payments disequilibria by adapting the level of demand. The surplus countries may be able to stay fairly close to the preferred point on their employment/inflation curves while the deficit countries may have to depart considerably from theirs in a deflationary direction. In this event, the entire worsening in the unemployment/ inflation relationship in the area as a whole may take the form of increased unemployment, and the average rate of inflation in the area may decline. ...

What has been said above about the disinflationary effects to be expected from adherence to a fixed exchange rate area is true only so long as it operates in a decentralised fashion without too generous arrangements for financial assistance from surplus to deficit countries and without effective centralisation of monetary and budgetary policies. Should such centralisation prevail, the anti-inflationary tendencies inherent in fixed parities may be offset or even outweighed by expansionary action on the part of the central authorities. Mere fixity of exchange rates, as we have seen, would be likely to force the deficit countries within the area to pursue policies involving more unemployment and less inflation (or more deflation) than they would voluntarily have adopted in the absence of payments difficulties. In these circumstances it would not be unreasonable for any central monetary or financial authority to expand demand to a point at which the " surplus " countries were suffering as much from unwanted inflation as the deficit countries from unwanted unemployment. (ibid: 481-2).

Alla luce delle tendenze deflazionistiche che un'unione valutaria può comportare per i paesi in disavanzo e che, da ultimo, si trasmette all'intera area valutaria,¹⁰ non sorprende dunque che Mundell abbia accostato le tendenze deflazionistiche di un'unione valutaria a quelle del gold standard. In questo senso Mundell argomenta come:

many economists blamed [the gold standard] for the world-wide spread of depression after 1929. But if the arguments against the gold standard were correct, then why should a similar argument not apply against a common currency system in a multiregional country? Under the gold standard depression in one country would be transmitted, through the foreign-trade multiplier, to foreign countries. Similarly, under a common currency, depression in one region would be transmitted to other regions for precisely the same reasons. If the gold standard

¹⁰ La deflazione nei paesi in disavanzo comporta infatti una diminuzione del commercio internazionale svantaggiando così anche i paesi in surplus.

imposed a harsh discipline on the national economy and induced the transmission of economic fluctuations, then a common currency would be guilty of the same charges... (Mundell 1961: 660)

Questo passo è importantissimo perché mostra che l'assimilazione al gold standard di una UM mal concepita - senza cioè le istituzioni che ne correggano le possibili problematiche negative - risale a Mundell 1961.¹¹

Da notare come lungi da credere ciecamente nelle virtù taumaturgiche della flessibilità dei prezzi e salari nel paese deficitario, e a maggior ragione se questo è costretto a manovre recessive sulla domanda aggregata, il Mundell "più keynesiano" dei primi anni 1960 cita il "foreign-trade multiplier" come meccanismo di trasmissione internazionale della recessione.¹² Torneremo sull'assimilazione al gold standard dell'unione monetaria.

Box – I costi della deflazione

Sia Mundell che Fleming sembrano riporre fiducia nella *potenziale* flessibilità di prezzi e salari nel riaggiustare l'equilibrio in un'unione valutaria fra due paesi. In questo essi sembrano trascurare gli **effetti negativi della deflazione** nel paese in disavanzo. Tali effetti negativi si manifestano in svariati modi:

¹¹ Mundell segnala una differenza fra il gold-standard (e anche un sistema di cambi fissi) e una unione monetaria: in quest'ultima la nazione/regione deficitaria non soffre di crisi di liquidità (perdita di oro o di riserve internazionali convertibili in oro) in quanto le banche possono affidarsi alla creazione di liquidità da parte della banca centrale (come fa, come vedremo, l'Eurosistema). Ma ciò, dice Mundell, non cambia l'essenza della questione, ovvero il fatto che alla lunga il paese deficitario deve aggiustare i propri conti esteri: "It is true, of course, that interregional liquidity can always be supplied by the national central bank, whereas the gold standard and even the gold-exchange standard were hampered, on occasion, by periodic scarcities of internationally liquid assets; but the basic argument against the gold standard was essentially distinct from the liquidity problem." (660). Circa la distinzione fra sistema a cambi fissi e unione monetaria, v. Cesaratto 2013 mimeo (T2).

¹² Livello del prodotto (e relativo tasso di crescita) in un paese sono vincolati nel lungo periodo al rispetto del pareggio della bilancia dei pagamenti (per evitare un crescente indebitamento estero). Secondo l'approccio Kaldor-Thirlwall, l'ammontare e tasso di crescita delle esportazioni vincola in tal modo livello e tasso di crescita del prodotto. Dal modello:

$$M = mY$$

$$E = \bar{E}$$

$$E = M \text{ (equilibrio commerciale)}$$

si deriva $Y = \bar{E}/m$ (moltiplicatore del commercio estero), ovvero $\dot{Y} = \dot{\bar{E}}$. Nel caso di più paesi, politiche deflative in un paese B si ripercuotono sul paese A che vede calare le proprie esportazioni.

- il **valore reale dei debiti di famiglie e imprese aumenta**, incluso il valore reale del debito estero se va restituito al cambio fisso. Ciò induce i soggetti indebitati – che vedono diminuire i propri introiti nominali, ma non il valore nominale del servizio del debito – a stringere la cinghia, aggravando la spirale recessiva.
- quando i prezzi cadono famiglie e imprese pospongono gli acquisti in attesa di prezzi più bassi.
- **tassi di inflazione bassi o negativi accrescono il saggio reale di interesse** scoraggiando la spesa finanziata dal credito.

La deflazione implica così ulteriore contrazione del mercato interno e ciò comporta la perdita di economie di scala e di produttività anche per le imprese esportatrici, costrette a un confronto impari con le imprese dei paesi in surplus.

Si veda al riguardo il bell'articolo di Fernando Vianello

<http://politicaeconomiablog.blogspot.it/2013/11/krugman-e-vianello-sulla-deflazione.html>