

## **I REGIMI DI CAMBIO ED IL GRADO DI APERTURA DEI SISTEMI VALUTARI: UNA FOTOGRAFIA AGGIORNATA**

*di Nicola Pegoraro*

- *Il Grado di apertura di un sistema valutario va valutato sulla base dell'esame congiunto del regime di cambio applicato e delle normative in vigore in tema di movimenti valutari e commercio estero. Esistono, inoltre, una serie di variabili culturali, tecnologiche, legali e politiche che influenzano pesantemente il “risultato finale”.*
- *La fotografia dei regimi di cambio adottati dai singoli paesi tende ad evolvere nel tempo e muta di anno in anno: misure intese come definitive possono rapidamente venir modificate e situazioni considerate equilibrate si rivelano esposte a shock valutari.*

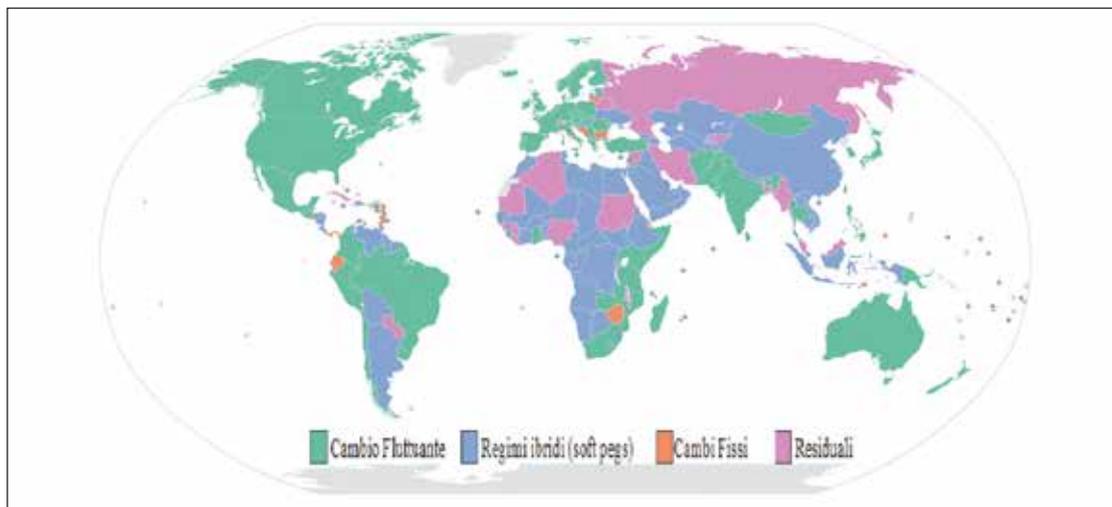
### **I regimi di cambio**

I regimi di funzionamento dei cambi per una data area economica possono essere ricondotti sostanzialmente a quattro famiglie:

- cambi fissi, definiti da governi o banche centrali e mantenuti costanti nel tempo;
- cambi flessibili o fluttuanti, liberamente definiti dal mercato e/o con limitato intervento da parte delle autorità monetarie;
- sistemi ibridi e amministrati (che si pongono in posizione intermedia tra i due sistemi “puri”, quello dei cambi fissi e quello del cambio liberamente fluttuante, sopra indicati);
- altri regimi amministrati (categoria residuale, riconducibile a paesi che hanno fortemente limitato la convertibilità della propria moneta o che hanno messo in atto regimi non standard che prevedono comunque un ruolo molto forte delle autorità pubbliche).

Quella che precede è solo una delle molte classificazioni possibili<sup>1</sup> e corrisponde a quella operata dal Fondo Monetario Internazionale ed aggiornata annualmente nel report *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange*

*Restrictions*, che esamina i regimi di cambio applicati in 191 paesi o aree monetarie del mondo<sup>2</sup>.



Regimi di cambio nel mondo – Graf. 1

Fonte: dati del Fondo Monetario Internazionale riferiti al 2013, grafico di Nils Tycho

La prima tipologia analizzata, quella del **cambio fisso** (*hard peg*), prevalente fino a qualche decennio fa quando la convertibilità delle divise contro oro o contro altre divise costituiva la norma, è oggi impiegata in pochi paesi del mondo (25 su 191)<sup>3</sup> ed assume varie forme, tra le quali le più comuni sono:

- il *currency board* (nel caso di Hong Kong o nell'Argentina del periodo 1991-2001), dove la divisa presa a riferimento, spesso il dollaro USA, diventa interscambiabile con quella domestica attraverso la fissazione di un cambio fisso e l'imposizione di un obbligo assoluto per la banca centrale di consentire la conversione della divisa domestica nella divisa di riferimento (di solito con la necessità di impegnare a questo scopo le proprie riserve valutarie e di rinunciare a porre in essere una propria politica monetaria) e
- i regimi *no separate legal tender* (come Ecuador, San Marino e Montenegro), in cui il paese accetta addirittura la piena circolazione di una divisa estera al posto della propria.

Un caso *particolare*, assimilabile al regime di cambio fisso è quello in cui diversi paesi concordano irrevocabilmente l'utilizzo di una divisa comune, come nel caso dell'Eurozona. In questo caso, infatti, non esiste più la possibilità di convertire la divisa di un paese in quella di un altro paese, poiché le divise nazionali sono state sostituite da quella comune; resta invariata, ovviamente, la situazione della nuova moneta rispetto alle divise esterne alla zona monetaria (per questo

motivo l'Eurozona è considerata un'area che applica il regime di cambio flessibile).

Rappresentano la parte più importante del PIL mondiale i paesi che si sono orientati verso il regime di **cambi flessibili** (*floating*), contraddistinto dal fatto che le quotazioni siano liberamente stabilite dal mercato e da un limitato ruolo delle autorità monetarie negli scambi giornalieri; questo non toglie, tuttavia, che, in modo occasionale, le banche centrali possano intervenire apertamente sul mercato, in concerto tra loro o meno, indirizzando le quotazioni della propria divisa o fornendo segnali al mercato (va tenuto presente che in questo regime, pur operando con mezzi ingenti, le banche centrali intervengono sul mercato al pari degli altri operatori, senza alcuna garanzia l'intervento posto in essere abbia successo).

Usa, Giappone, Eurozona, Inghilterra, Brasile, Corea del Sud e Messico sono esempi di nazioni o unioni politiche che utilizzano tale approccio. All'interno della categoria dei cambi flessibili, rientrano complessivamente 65 paesi su 188.

I più numerosi in assoluto (83) sono i paesi che scelgono regimi intermedi tra quelli descritti sopra e che possono essere ricompresi nella definizione di **sistemi ibridi o amministrati** (spesso identificati con il termine *soft pegs*).

Tra gli esempi più importanti, possiamo citare Cina, Arabia Saudita, Singapore, Egitto.

In questo caso, la pratica ci mette di fronte a diverse varianti, che vanno da sistemi affini al cambio fisso come il *conventional peg* (un cambio fisso, ma senza una rinuncia ad esercitare una autonoma politica monetaria e con possibilità di variare il tasso nel tempo, diversamente dal *currency board*) ad altri in cui il ruolo del mercato è più marcato; in questi ultimi, è comune che vengano definite parità centrali predefinite (fisse nel tempo o variabili secondo cammini di rivalutazione o svalutazione prefissati) e bande di oscillazione (per es. +/-3%) rispetto a tale parità centrale, entro le quali il cambio può liberamente muoversi, essendo in questo modo soggetto a fluttuazioni di mercato.

In questi regimi, il cambio viene guidato o vincolato all'interno di regole, parità centrali e bande di oscillazione prefissate; tuttavia, queste sono oggetto di frequente revisione ed adattamento. In questo sta la principale differenza rispetto al regime dei cambi fissi, dove, invece, il sistema deve per necessità garantire la sua invariabilità e costanza nel tempo, a pena di vedere sgretolata la fiducia degli operatori economici.

In ultimo, troviamo la categoria residuale degli **altri regimi amministrati** che comprende situazioni molto diverse tra loro, ma tutte contraddistinte da un ruolo molto attivo delle autorità pubbliche nella determinazione del cambio (spesso in contrasto con le attese degli operatori privati); questo può portare a

forti restrizioni nell'utilizzo delle divise estere e alla creazione di un mercato parallelo in cui la divisa viene scambiata a condizioni diverse da quelle definite ufficialmente. In questa categoria rientrano, nel 2014, 18 paesi, tra cui Repubblica Ceca (solo dal 2014) e Russia<sup>4</sup>.

### **Regolamentazioni Valutarie**

Parallelamente ai regimi di cambio esaminati fino a qui, i paesi possono implementare specifiche regolamentazioni, più o meno restrittive, miranti a stimolare o frenare i movimenti valutarie.

Le restrizioni possono assumere molte forme ed agire su piani diversi:

- investimenti esteri nel paese (divieto di rimpatrio degli utili o della cessione delle partecipazioni, necessità di ottenere specifiche autorizzazioni per l'investimento o il disinvestimento, sistemi di quote, .... ),
- movimenti di capitale dei residenti (limiti ai prelievi o ai bonifici all'estero, limiti alla detenzione di valuta estera, ....),
- transazioni valutarie (imposte/spese sulle transazioni, obbligo di applicare cambi diversi da quelli di mercato, obbligo di giustificare le transazioni con operazioni di import/export, concentrazione degli scambi di divisa, ...),
- transazioni commerciali (limiti e imposte sulle importazioni, limiti alle esportazioni, obbligo di pagamento in divisa domestica, ...).

Statisticamente, le misure restrittive vengono poste in essere più frequentemente in situazioni in cui risulta opportuno frenare l'uscita di capitale da un paese; quasi sempre si tratta di situazioni di crisi o di momentanea difficoltà (come recentemente successo in Grecia e a Cipro), ma non mancano i casi in cui tali misure sono, invece, mirate a regolare l'afflusso di capitali.

Da notare, infatti, che alcuni paesi (come è il caso del Cile e di molti paesi del Sud Est dell'Asia dopo la crisi del 1996) hanno individuato nel controllo degli investimenti esteri una misura per rendere più stabili i propri sistemi finanziari ed evitare quei fenomeni ben noti nei quali si succedono, prima, veloci ondate di arrivo di capitali esteri diretti verso gli investimenti più liquidi (obbligazioni statali, finanziamenti alle banche, ...) e, poi, ancor più veloci ondate di deflusso dei capitali, di solito in situazioni di tensione finanziaria, politica o per il semplice contagio di altri fattori di rischio.

Esemplare il caso dell'Argentina alla fine degli anni 90, quando gli investitori

esteri, fino a quel momento grandi acquirenti di obbligazioni statali e private, mutarono le loro attese da positive a negative e cercarono di disinvestire velocemente, causando in pochi mesi il collasso del regime di currency board allora in vigore.

In questo senso, interventi normativi che ostacolano il disinvestimento (ed il deflusso dei capitali dal paese) possono prestarsi alle stesse finalità di provvedimenti che limitano l'afflusso di capitale o lo regolamentano strettamente, nel senso che scoraggiano (magari selettivamente nei riguardi di alcuni comparti) gli investitori esteri più speculativi, i quali sanno di poter incontrare difficoltà a rimpatriare i fondi al momento del bisogno.

Pur esistendo una netta correlazione tra scelta del regime dei cambi e ampiezza dei vincoli ai movimenti valutari, non si può dire che esista un nesso perfetto ed assoluto tra cambi flessibili e vincoli valutari assenti o modesti.

Se è abbastanza vero che le misure restrittive siano oggi ampiamente utilizzate dai paesi che implementano cambi amministrati o in qualche modo gestiti, una qualche forma di controllo valutario è spesso presente anche in paesi che hanno optato per i cambi flessibili.

Emblematico il caso del Cile, che, pur essendosi saldamente orientato verso i cambi flessibili, ha avuto ed ha ancora regole molto stringenti che:

- limitano l'afflusso del capitale estero più speculativo (tipicamente quello orientato all'acquisto di obbligazioni e al finanziamento del sistema bancario) e
- pongono rigide regole anche sugli investimenti diretti in imprese locali, in modo tale da orientare gli investimenti esteri nel paese al lungo termine e all'aumento della capacità produttiva, invece che al finanziamento di scompensi finanziari di breve periodo.

## **Il grado di apertura dei sistemi valutari**

Volendo definire come **grado di apertura** di un paese la sua propensione a permettere libertà di movimento ai capitali e a lasciare fluttuare il proprio cambio, è necessario analizzare, come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, una pluralità di elementi; oltre a quelle esaminate nei paragrafi precedenti (regimi e normative valutarie) vanno considerate anche alcune variabili di contesto (culturali, tecnologiche, legali e politiche), in grado di influenzare pesantemente l'effettivo grado di apertura.

È ragionevole ipotizzare, pertanto, che si possa definire il **grado di apertura** di

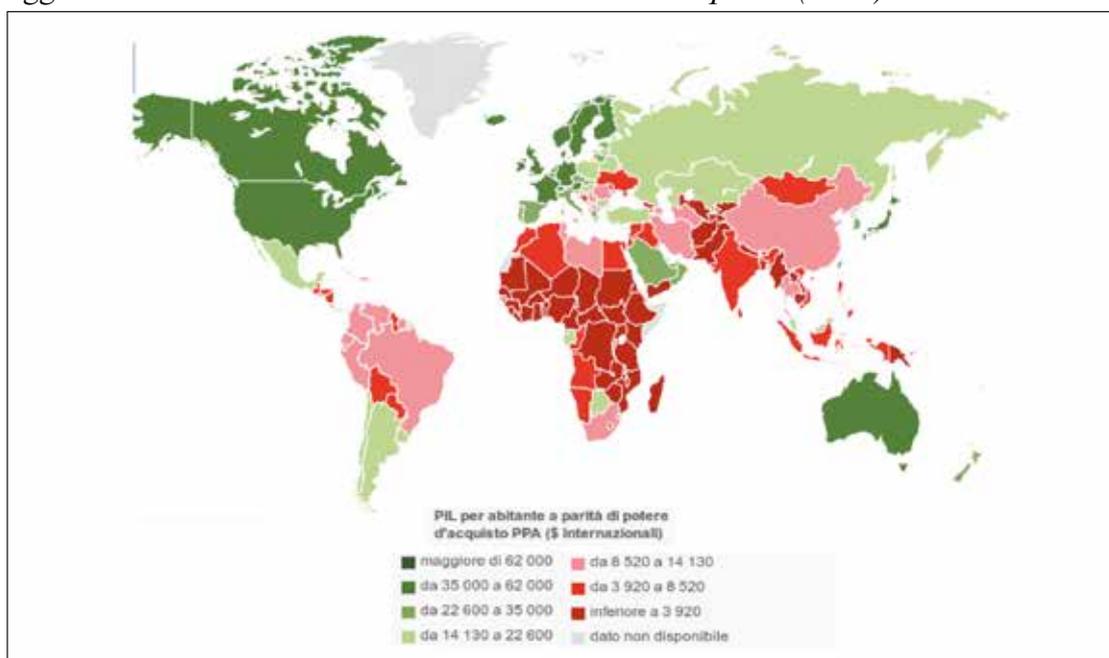
un sistema valutario sulla base dell'esame congiunto del regime di cambio applicato, della normativa in vigore in tema di movimenti valutari e connessi al commercio estero, nonché di alcune variabili di contesto.

*Grado di apertura = f (regime valutario, normative valutarie, variabili di contesto)*

Molto più difficile è stabilire una vera e propria misura oggettiva, dal momento che normative valutarie, regimi di cambio e variabili di contesto possono combinarsi ed interagire in mille modi diversi.

### **Grado di apertura del sistema valutario e sviluppo economico**

Chi oggi cercasse di fotografare l'attuale situazione internazionale non potrebbe che identificare una forte correlazione statistica, da una parte, tra regimi di cambio ed esistenza di regolamentazione valutaria (fatti salvi i caveat citati nei paragrafi precedenti) e, dall'altra, tra grado di apertura del sistema valutario e sviluppo economico, molto sommariamente espresso attraverso il PIL pro-capite, aggiustato in funzione della *Parità di Potere di Acquisto (PPA)*.

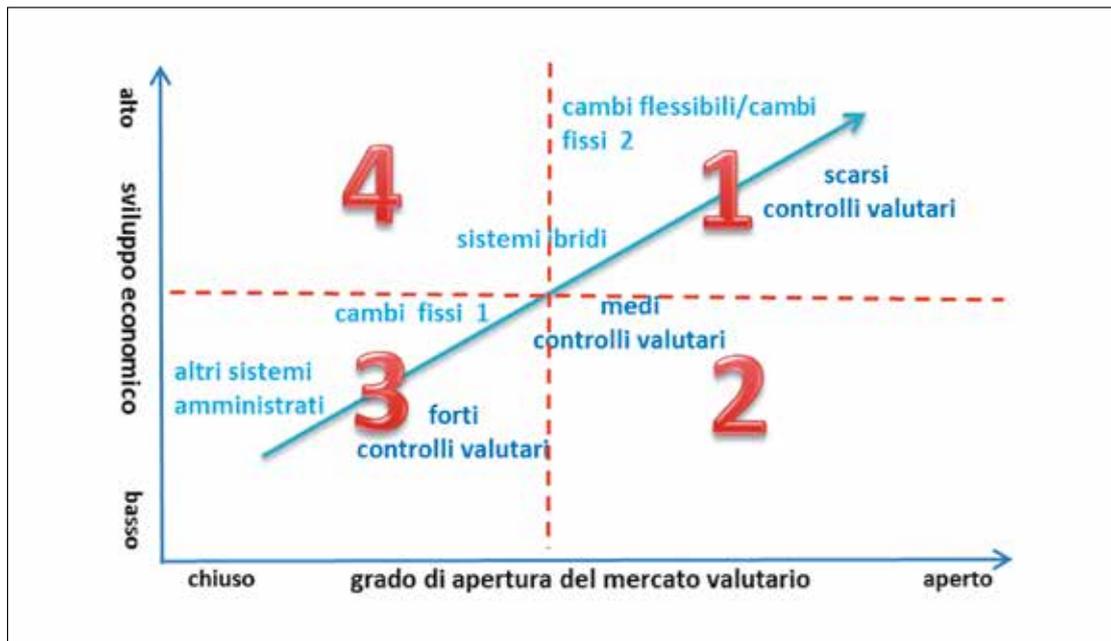


PIL pro-capite PPA a livello mondiale– Graf. 2

Fonte: [www.deagostinigeografia.it](http://www.deagostinigeografia.it), dati del 2013

In maniera molto schematica e, per definizione, imperfetta, i paesi più sviluppati sono oggi quelli che adottano il regime dei cambi flessibili, come si può facil-

mente constatare paragonando il grafico 1 con il grafico 2. Cercando di estrapolare qualche indicazione dai dati di cui sopra, si individua una forte correlazione tra *sviluppo economico* e *grado di apertura del sistema valutario*, che viene rappresentata nel grafico 3, che individua 4 quadranti ideali, con diverse combinazioni delle due variabili, nei quali è possibile collocare (idealmente) le varie economie.



Grado di apertura del sistema valutario e sviluppo economico – Graf. 3

“Cambi fissi 1” comprende paesi in via di sviluppo, “Cambi fissi 2” comprende alcuni paesi molto sviluppati (vedi sotto)

Fonte: NP

Nel quadrante 1 (cambi flessibili/bassi controlli valutari + economia sviluppata), troviamo tutte le economie maggiormente sviluppate del mondo (USA, Eurozona, Giappone, Regno Unito), mentre, all’opposto, nel quadrante 3 (altri sistemi amministrati/alti controlli valutari + basso sviluppo economico) troviamo paesi interessati da profondi problemi economici e politici (Russia, Algeria, Iran, Siria, Cambogia, ...).

Ci sono altri elementi che emergono:

- molti dei paesi che oggi attuano regimi di cambi fissi sono anche tra i più sviluppati del mondo (San Marino, Principato di Monaco, Hong Kong, il Brunei e alcuni paesi dei Caraibi), mentre altri sono decisamente più arretrati, come Bosnia, Ecuador o Kosovo (per questo motivo nel grafico pre-

cedente trovate due gruppi riferiti ai cambi fissi, 1 e 2, proprio a identificare queste differenze). Quello che unisce i paesi che ancora oggi attuano un regime di cambi fissi, più che il tipo di economia, sembra essere la dimensione ridotta, che rende probabilmente difficile ed oneroso mettere in campo una propria politica monetaria; un esame in chiave storica chiarisce che la categoria dei cambi fissi si sta assottigliando negli ultimi decenni, con un generalizzato passaggio dal cambio fisso a regimi di cambi ibridi o amministrati;

- le divise di riferimento (*anchor*) più utilizzate dai paesi che attuano i regimi di cambio fisso o ibrido sono il Dollaro USA (un po' in tutti i continenti) e l'Euro (principalmente stati europei e africani); alcuni paesi utilizzano basket di divise; altri monitorano basket di divise, ma dichiarano una parità o un valore centrale con riferimento ad una sola divisa (come nel caso della Cina);
- come anticipato prima (cfr. il caso del Cile), non esiste una perfetta correlazione tra tipologia del regime di cambio ed esistenza di forti restrizioni ai movimenti valutari e all'investimento estero, sebbene le restrizioni applicate dai paesi che hanno optato per i cambi flessibili tendano ad essere focalizzate sul controllo dell'afflusso di capitali esteri; restrizioni molto forti ai movimenti di capitale dei residenti tendono, invece, ad essere incompatibili con il regime di cambi flessibili e possono, tutt'al più, presentarsi come misure di breve termine in situazioni estreme e contingenti;
- la fotografia dei regimi di cambio tende ad evolvere nel tempo e cambia di anno in anno; misure intese come definitive vengono spesso rapidamente modificate; situazioni considerate equilibrate si rivelano propense a shock valutari; dal 1990 al 2002 si contano 139 cambiamenti di regimi di cambio, dei quali circa 60 sono associati a cambiamenti in qualche modo "gestiti", mentre i restanti scaturiscono da situazioni di crisi<sup>5</sup>

|                                     | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Cambi fissi</b>                  | 12   | 12   | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   |
| <b>Regimi ibridi e amministrati</b> | 40   | 35   | 40   | 43   | 39   | 43   | 44   |
| <b>Cambi flessibili</b>             | 40   | 42   | 36   | 35   | 35   | 34   | 34   |
| <b>Altri regimi amministrati</b>    | 8    | 11   | 11   | 9    | 13   | 10   | 9    |

Percentuale dei paesi che applicano diversi regimi di cambio

Periodo 2008-2014

Fonte: dati FMI

## Conclusione

Senza voler con questo implicare giudizi di merito, abbiamo detto che esiste oggi una chiara correlazione tra sviluppo economico e grado di apertura valutaria, nel senso che i paesi più sviluppati economicamente sono oggi anche quelli che denotano un alto grado di apertura del sistema valutario.

Il discorso diventa assai più ideologico se si cerca di assegnare specifici meriti (in termini di sviluppo economico) ai regimi flessibili e alla riduzione delle normative valutarie.

Sembra, infatti, che siano i paesi più sviluppati ad adottare sistemi flessibili, pienamente di mercato e ad aumentare la propria apertura valutaria, nel momento in cui ritengono che il proprio sistema economico sia sufficientemente progredito da essere in grado di autoregolarsi e di profittare della propria apertura al commercio e alla finanza internazionale.

Per i paesi in via di sviluppo o con istituzioni ancora in maturazione, il discorso sembra essere diverso e si identifica facilmente una netta preferenza per i regimi ibridi o amministrati.

Anche l'esperienza passata spinge a dubitare dell'opportunità, per un paese in via di sviluppo, di aprire completamente il proprio sistema valutario all'ingresso (e all'uscita) dei capitali esteri e sembra ormai acquisito che flussi di capitale estero in entrata, ingenti e concentrati nel tempo, pongano le basi di successive crisi valutarie.

### Note:

- 1) Molti libri di economia internazionale prevedono solo tre tipologie, trascurando la quarta indicata qui ("altri regimi amministrati").
- 2) Il report è facilmente reperibile sul sito del Fondo e viene pubblicato in autunno.
- 3) Dati del FMI con riferimento al 2014, anche per i dati a seguire.
- 4) Nel 2013, il Fondo Monetario aveva inserito la Svizzera in questa tipologia, a causa della decisione della Banca Nazionale Svizzera di bloccare la rivalutazione del cambio del Franco Svizzero contro l'Euro, definendo una soglia a 1,2 CHF/EUR, alla quale, in sostanza, la BNS era il venditore di CHF di ultima istanza. Tale classificazione è stata poi variata nel 2014, in seguito alla decisione della BNS di rinunciare a bloccare la rivalutazione del Franco Svizzero.
- 5) "Moving to a Flexible Exchange Rate: How, When, and How Fast?", Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez, Cem Karacadag, 2005.

**Bibliografia:**

- *Fondo Monetario Internazionale. 2013 e 2014. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions.*
- *Kenneth S. Rogoff, Aasim M. Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes. 2003. "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes"*
- *Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez and Cem Karacadag. 2005. "Moving to a Flexible Exchange Rate. How, When, and How Fast?"*
- *Manuel Agosin, Ricardo French-Davis. 1997. Managing Capital Inflows in Chile*
- *Ilzetzki, Ethan O, Carmen M Reinhart, and Kenneth Rogoff. 2004. "Exchange Rate Arrangements into the 21St Century: Will the Anchor Currency Hold?"*
- *Rupa Duttagupta, Gilda Fernandez, Cem Karacadag, 2005. "Moving to a Flexible Exchange Rate: How, When, and How Fast?"*
- *Guillermo A. Calvo-Alejandro Izquierdo-Luis-Fernando Mejía, 2008, "Systemic Sudden Stops"*
- *The Relevance Of Balance-Sheet Effects And Financial Integration", Working Paper 14026, National Bureau Of Economic Research*
- *Borensztein, Levy Yeyati, Panizza, 2006, "Living With Debt". Inter American Development Bank*
- *D. Dias, C. Richmond, MLJ Wright, 2011. "The Stock of External Sovereign Debt: Can We Take the Data At Face Value?" NBER Working Paper 17551.*
- *Meghana Ayyagari; Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic, 2011, "Do Phoenix miracles exist ? firm-level evidence from financial crises ", World Bank, Policy Research working paper 5799*
- *Michael Biggs, Thomas Mayer, Andreas Pick, 2010, "Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles", Working Paper Series SSRN*
- *Borensztein, Levy Yeyati, Panizza. 2006, Living with Debt. Inter American Development Bank.*
- *Calvo, Izquierdo, Talvi. 2006. Phoenix miracles in emerging markets. BIS Working Papers 221.*
- *Borio, Packer. 2004. Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio. Rassegna trimestrale BRI, dicembre 2004*