



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

---

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Commercio Internazionale

**POLITICA ECONOMICA E CAMBI MULTIPLI:  
IL CASO ARGENTINO**

**ECONOMIC POLICY AND MULTIPLE EXCHANGE  
RATES: THE ARGENTINIAN CASE**

Relatori: Chiar.mo

Prof. Giuseppe Canullo

Chiar.mo

Prof. Héctor De Ponti

Tesi di Laurea di:

Nicola Pellegrini

Anno Accademico 2014 – 2015

## **INTRODUZIONE**

Lo scopo di questa tesi è spiegare e analizzare nel dettaglio l'evoluzione dei cambi multipli in Argentina, uno dei pochi paesi ad avere questo tipo di politica economica.

Avendo preso parte al progetto "Double Degree" passando cinque mesi in Argentina, ho potuto sperimentare dal vivo questa politica. Essendo una tematica abbastanza recente, non esistono molti documenti che la trattano, così ho approfittato della mia permanenza in Argentina per raccogliere informazioni che mi sono state direttamente fornite da persone che lavorano quotidianamente con questi tassi di cambio multipli, riuscendo a reperire una discreta quantità e qualità di materiale.

Nel mio lavoro ho cominciato affrontando la teoria generale dei tassi di cambio, spiegando nel dettaglio la bilancia dei pagamenti, i vari tipi di cambio (fissi, flessibili e amministrati), il modello di Mundell-Fleming e la condizione di Marshall-Lerner sul deprezzamento dei tassi di cambio come soluzione per migliorare la bilancia commerciale.

Mi sono poi concentrato sui cambi multipli, sul perché si utilizzano, sulle aspettative dei tassi di cambio, parlando anche dei tassi di cambio multipli come ammortizzatori economici e citando due episodi che hanno visto il dollaro apprezzarsi e poi deprezzarsi nella metà degli anni 2000.

Nel terzo capitolo ho invece approfondito il caso argentino negli anni duemila, ossia il periodo in cui sono cominciati ad apparire (non per la prima volta nella sua storia) i tassi di cambio multipli, subito dopo il decennio di tasso di cambio fissato 1 a 1 con il dollaro statunitense.

Rimanendo sempre in Argentina, ho poi continuato parlando dell'attuale situazione di questo Paese, specificando quali sono i tassi di cambio multipli in vigore oggi ed elencando le più diffuse politiche di controllo di questi e dei meccanismi import export, concentrandomi anche sugli effetti che l'utilizzo di queste politiche ha avuto sulla bilancia commerciale.

Ho infine concluso il mio lavoro con qualche previsione sul ritorno al tasso di cambio unico, su quali potrebbero essere le misure di politica economica che potrebbero permetterlo, prendendo come punto di riferimento le esperienze passate dell'Argentina, considerando anche gap cambiari, deficit fiscali e trend dei tassi di inflazione.

## **SOMMARIO**

### **CAPITOLO I: CAMBI FISSI, CAMBI FLESSIBILI E CAMBI**

<b>AMMINISTRATI.....</b>	<b>7</b>
- I.1 La Bilancia dei Pagamenti.....	7
- I.2 I tassi di cambio.....	10
- I.2.1 Il regime a cambi fissi.....	12
- I.2.2 Il regime a cambi flessibili e a cambi amministrati.....	13
- I.3 Il modello Mundell-Fleming.....	15
- I.3.1 La condizione di Marshall-Lerner.....	18

### **CAPITOLO II: I CAMBI MULTIPLI: OBIETTIVI, RISCHI E ESPERIENZA PASSATA.....**

<b>ESPERIENZA PASSATA.....</b>	<b>21</b>
- II.1 Il mercato delle divise.....	21
- II.1.1 La domanda nel mercato delle divise.....	22
- II.1.2 L'equilibrio del mercato.....	24
- II.2 Due episodi della vita del dollaro.....	25
- II.3 Aspettative sul tasso di cambio.....	26
- II.4 Risposta istantanea del tasso di cambio.....	29
- II.5 Regimi cambiari in America Latina.....	30
- II.6 Aspetti macroeconomici dei tassi di cambio multipli.....	33
- II.6.1 Regolamento della Bilancia Commerciale.....	33

- II.6.2 I tassi di cambio multipli come ammortizzatori macroeconomici.....	38
- II.6.3 Sterilizzazione.....	39
<b>CAPITOLO III: IL CASO ARGENTINO NEGLI ANNI 2000.....</b>	<b>43</b>
- III.1 Dal default al “miracolo” argentino: principali caratteristiche macroeconomiche.....	45
- III.2 Fluttuazione amministrata in Argentina, 2002 – 2008.....	54
<b>CAPITOLO IV: MEZZI DI CONTROLLO ADOTTATI ED EFFETTI SULLA BILANCIA COMMERCIALE E SULLE POLITICHE DELLE IMPRESE ESPORTATRICI E IMPORTATRICI.....</b>	<b>63</b>
- IV.1 I tassi di cambio multipli in Argentina.....	63
- IV.2 Cronologia delle restrizioni cambiarie in Argentina.....	66
- IV.3 Misure di controllo adottate.....	72
- IV.4 Conseguenze per la Bilancia Commerciale.....	77
<b>CAPITOLO V: IL RITORNO. QUALI POTREBBERO ESSERE LE MISURE DI POLITICA ECONOMICA PER TORNARE AL CAMBIO UNICO?.....</b>	<b>79</b>
<b>CONCLUSIONI.....</b>	<b>85</b>

## CAPITOLO I

### CAMBI FISSI, CAMBI FLESSIBILI E CAMBI AMMINISTRATI

Prima di analizzare nel dettaglio i cambi multipli, è bene analizzare gli altri tipi di cambio alla base dei legami economici internazionali.

Ogni economia è legata al resto del mondo principalmente attraverso il commercio internazionale e la finanza. Il commercio internazionale consiste nello scambio di beni e servizi tra Paesi, ossia, la produzione di un Paese viene esportata in altri Paesi e, contemporaneamente, parte dei beni consumati o investiti in patria è prodotta all'estero e viene importata.

#### I.1 LA BILANCIA DEI PAGAMENTI

Le transazioni intercorse tra i residenti di un Paese e i residenti del resto del mondo sono registrate nella **bilancia dei pagamenti**, formata da tre conti principali:

- il conto corrente, che registra il commercio in merci e servizi (che comprendono noli, royalties, viaggi, ecc.), redditi e trasferimenti;
- il conto capitale, che contiene invece i dati relativi ai trasferimenti di attività intangibili (come brevetti, diritti d'autore, avviamento) e di attività finanziarie e reali in contanti e in natura;

- il conto finanziario, che registra investimenti e disinvestimenti di attività finanziarie (acquisti e vendite di azioni e obbligazioni, variazioni delle riserve ufficiali d'oro, valuta estera ecc.)

La bilancia dei pagamenti, affinché l'economia del Paese di riferimento si possa definire stabile, deve essere in pareggio. Il punto è molto semplice: le persone e le imprese devono pagare ciò che acquistano all'estero. Se quello che spendono supera il loro reddito, il deficit che si manifesta deve essere finanziato vendendo attività oppure prendendo denaro in prestito. Ugualmente, se un Paese spende all'estero più di quello che ricava dalle vendite al resto del mondo, il deficit in conto corrente che si crea deve essere sanato vendendo attività o chiedendo prestiti dall'estero. In definitiva, qualsiasi disavanzo del conto corrente deve essere finanziato mediante un afflusso compensatorio di capitali:

$$\text{saldo del conto capitale} + \text{saldo del conto finanziario} = 0 \quad [1]$$

L'equazione [1], fa notare che se un paese non ha attività da vendere o riserve in valuta estera da utilizzare e non trova chi sia disposto a concedere prestiti, deve comunque raggiungere l'equilibrio nel conto corrente. Ci sono due modi per finanziare un deficit di conto corrente: può essere finanziato dai privati residenti, che liquidano le attività detenute all'estero o prendono in prestito denaro



all'estero; oppure dalla Banca Centrale, che riduce le proprie riserve valutarie, vendendo valuta estera sul mercato dei cambi.

Se, invece, il conto corrente fosse in avanzo, il settore privato può utilizzare le proprie entrate in valuta estera per saldare i debiti o per acquistare attività all'estero; in alternativa, la Banca Centrale può acquistare l'ammontare (netto) di valuta estera guadagnato dal settore privato e aggiungerlo alle proprie riserve. Si parla in questo caso di aumento delle riserve ufficiali o anche di avanzo complessivo della bilancia dei pagamenti.

avanzo della bilancia dei pagamenti = avanzo di conto corrente + afflusso netto di capitali [2]

Al contrario, se la somma dei saldi del conto corrente e del conto finanziario relativo al settore privato è in disavanzo, si ha un disavanzo complessivo della bilancia dei pagamenti e una riduzione delle riserve ufficiali.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup>I dati della bilancia dei pagamenti non sono completamente attendibili. Le variazioni delle riserve ufficiali vengono registrate generalmente in modo accurato e i dati sui flussi commerciali sono abbastanza precisi, a differenza di quelli relativi ai flussi di servizi, mentre i dati riguardanti i flussi di capitali sono assai inaffidabili. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, per esempio, nel secondo trimestre del 2005 si sono registrate discrepanze statistiche (errori e omissioni) per un totale di +44 miliardi di dollari, mentre nel trimestre successivo esse ammontavano a -72 miliardi di dollari. (R. Donrnbusch, S. Fischer, R. Starz, *Macroeconomia*, McGraw-Hill, 2010).

## I.2 I TASSI DI CAMBIO

Il tasso di cambionominale indica il prezzo di una moneta in termini di un'altra moneta.<sup>2</sup>

Nella zona euro, che quota certo per incerto, un aumento del tasso di cambio significa che la valuta si apprezza (ossia con lo stesso euro possiamo comprare una maggior quantità, ad esempio, di dollari). In Argentina, dove il sistema di quotazione è incerto per certo, un aumento del cambio significa un deprezzamento della moneta nazionale. Ovviamente la convenienza del cambio va valutata anche in rapporto all'inflazione. Infatti, in un Paese che quota il certo per l'incerto, se sale il cambio, ma nell'altro paese aumentano i prezzi, può essere che il potere d'acquisto all'estero resti immutato o addirittura peggiori. In questo caso parliamo di **tasso di cambio reale**, ovvero il rapporto tra prezzi esteri e prezzi interni, calcolati nella stessa moneta, che misura la competitività di una nazione nel commercio internazionale. Se il tasso di cambio tra due valute fa sì che il prezzo di un bene in un Paese sia uguale al prezzo dello stesso bene in un altro Paese, si parla di teoria della parità dei poteri d'acquisto, detta anche PPP (dall'inglese *Purchasing Power Parity*).

Il tasso di cambio, se flessibile, è determinato dall'incontro della domanda e dell'offerta di valuta nel mercato dei cambi, chiamato Forex (*Foreign Exchange Market*). La domanda e l'offerta di una valuta sono determinate dagli squilibri nel

---

<sup>2</sup> Se ad esempio diciamo che il tasso di cambio euro/dollaro è oggi a 1.16, significa che 1€=1.16\$

volume degli scambi internazionali (nonché dai movimenti di valute effettuati a scopo speculativo). A ogni esportazione corrisponde un cambio di valuta straniera con valuta nazionale, al fine di pagare le merci del Paese, e quindi un acquisto di valuta nazionale. A ogni importazione, viceversa, ci sarà una vendita di valuta nazionale per pagare le importazioni in valuta straniera. Se il saldo degli scambi con l'estero è attivo, la forte domanda della valuta ne spingerà in alto il prezzo. Al contrario, se è passivo, la valuta tenderà a perdere valore.

Il tasso di cambio, in definitiva, dipende dalla bilancia dei pagamenti di un Paese, e in particolare dagli scambi commerciali (importazioni ed esportazioni di beni, compreso il turismo da un paese all'altro) e dagli investimenti finanziari (ad esempio l'acquisto di buoni del tesoro stranieri, se hanno un tasso di interesse "attraente").

A seconda delle circostanze, le autorità monetarie possono preferire che il tasso di cambio segua liberamente le forze della domanda e dell'offerta, oppure possono preferire che esso non si allontani da un determinato valore. Queste diverse possibilità di scelta si esprimono mediante accordi tra autorità monetarie che danno vita al sistema monetario internazionale.

Da questo punto di vista si distinguono due principali regimi di cambio: il regime a cambi fissi e quello a cambi flessibili.

### **I.2.1 IL REGIME A CAMBI FISSI**

Il regime a **cambi fissi** si realizza quando due o più Paesi concordano di mantenere il tasso di cambio tra le loro valute ad un determinato valore, o, più frequentemente, entro una certa fascia. In tal caso, le Banche Centrali dei paesi interessati all'accordo di cambio devono impegnarsi a intervenire nel mercato valutario, attingendo alle loro scorte di mezzi di pagamento che vengono accettati in tutti i Paesi (riserve ufficiali), ogni volta che la domanda e l'offerta della valuta nazionale sono disallineate: sempre nel caso certo per incerto possono cercare di deprimere il cambio della valuta nazionale che sta salendo troppo attraverso la vendita sul mercato valutario della stessa e corrispondentemente acquistando valuta estera, oppure possono, in senso contrario, acquistare sul mercato la propria valuta e vendere la valuta estera. Possono intervenire anche attraverso il movimento dei tassi di interesse, ossia alzando i tassi di interesse attirando capitali e sostenendo così il cambio.

In casi eccezionali, se le forze del mercato spingono verso un riallineamento in maniera persistente per squilibri commerciali duraturi o per attacchi speculativi, le autorità possono sempre decidere di svalutare o rivalutare la moneta, riaggiustando il cambio. Dopodiché dovranno cercare di attenersi alla nuova parità.

Il regime a cambi fissi favorisce gli scambi internazionali grazie alla stabilità del cambio, ma in caso di pressioni speculative conseguenti a uno

squilibrio nella bilancia dei pagamenti, tale regime non consente un aggiustamento del valore della moneta: bisogna adottare politiche restrittive per diminuire la domanda e le importazioni o aumentare i tassi di interesse . Il riequilibrio passa necessariamente attraverso una crisi economica interna al Paese o altrimenti è necessario ridurre il rapporto di cambio fissato.

### **I.2.2 IL REGIME A CAMBI FLESSIBILI E A CAMBI AMMINISTRATI**

Il regime a **cambi flessibili** (o fluttuanti) si realizza quando uno o più Paesi decide di lasciare che i tassi di cambio della propria valuta con tutte le altre siano liberamente determinati dal mercato valutario. In questo caso, le valute fluttuano apprezzandosi o deprezzandosi sulla base dell'andamento della domanda e dell'offerta.

Se le Banche Centrali si astengono completamente dall'intervento e lasciano che i tassi di cambio siano determinati liberamente sui relativi mercati si parla di **fluttuazione "pulita"**. Poiché in un sistema di questo tipo non c'è intervento delle autorità sui mercati valutari, le transazioni riguardanti le riserve ufficiali sono nulle. Questo significa che il saldo della bilancia dei pagamenti è uguale a zero.<sup>3</sup>

A loro discrezione però, le Banche Centrali possono cercare di influire sul cambio, impiegando le proprie riserve ufficiali nella compravendita di valuta in

---

<sup>3</sup> Il tasso di interesse, infatti, si adegua in modo che la somma del saldo del conto corrente e con quello del conto capitale sia zero.

controtendenza, ogni qualvolta le forze spontanee del mercato tendono a far allontanare troppo il tasso di cambio dal valore desiderato. Si parla in questo caso di **fluttuazione “sporca”**.

In un regime di cambi flessibili, il riequilibrio della bilancia avviene automaticamente col deprezzamento della valuta nei confronti delle altre valute, che renderà più competitive le esportazioni. Naturalmente, se il Paese dipende in maniera notevole dalle importazioni tale deprezzamento potrebbe essere però più nocivo che benefico.

Il regime a **cambi amministrati** è definito invece come un regime sotto il quale le autorità monetarie non sono tenute a difendere nessun particolare tasso di cambio, ma possono comunque intervenire nel mercato degli scambi valutari esteri a loro discrezione, con lo scopo di influenzare i tassi di cambio. I motivi dietro questi interventi possono cambiare tra Paesi; possono avere lo scopo di ridurre la volatilità del *tasso di cambio nominale* (NER), evitare grandi oscillazioni, o controllare l'andamento del NER e del RER (*tasso di cambio reale*, dall'inglese “Real Exchange Rate”). I Paesi dell'America Latina hanno usato questo regime durante gli anni 2000, con differenti motivazioni.

Non è stato raro per i Paesi dell'America Latina dover fronteggiare pesanti difficoltà nel soddisfare pagamenti internazionali, dove preservare lo stock disponibile di riserve per gli scambi esteri diventa la priorità. In queste situazioni critiche, le banche centrali sono state costrette a “liberare” i tassi di cambio, a

renderli flessibili. Facendo ciò, il deprezzamento della divisa locale che ne risultava, avrebbe avuto importanti effetti economici e sociali (in molti casi, portando a episodi di iperinflazione), e le autorità monetarie hanno spesso optato per l'imposizione di restrizioni agli scambi esteri. L'imposizione di queste restrizioni significava, in pratica, l'implementazione di un *regime di cambi multipli*.

### **I.3 IL MODELLO MUNDELL-FLEMING**

Il modello di Mundell-Fleming fu proposto, in modo indipendente, da R.A. Mundell (1961) e J.M. Fleming (1962) per l'analisi macroeconomica di economie aperte agli scambi con l'estero, in regime di cambi fissi o di cambi fluttuanti. Esso amplia il modello IS-LM che, al contrario, analizza un'economia chiusa, ossia in condizione di autarchia. Sulla base di questo modello, in particolare, si formula il cosiddetto principio dell'impossibile trinità, o trilemma di Mundell-Fleming, secondo il quale non è possibile mantenere simultaneamente un regime di cambi fissi, una perfetta mobilità dei capitali e una politica monetaria indipendente. (Wikipedia)

Come il modello IS-LM, quello di Mundell-Fleming studia un equilibrio economico di breve periodo, in cui i prezzi sono fissi e il livello del PIL ( $Y$ ) è determinato dal lato della domanda, ossia dalla somma di consumi ( $C$ ), investimenti ( $I$ ), spesa pubblica ( $G$ ) e, data l'ipotesi di economia aperta, delle

esportazioni nette ( $NX$ ), pari alla differenza tra esportazioni e importazioni. Questa relazione definisce l'equazione di equilibrio nel mercato dei beni e servizi reali:

$$Y=C+I+G+NX[3]$$

Come nel modello IS-LM, i consumi sono funzione del reddito disponibile (al netto delle tasse), gli investimenti dipendono dal tasso di interesse reale e la spesa pubblica, è una variabile esogena, determinata dalle scelte di politica fiscale del governo (così come il livello di tassazione); le esportazioni nette, dipendono positivamente dalla domanda estera di esportazioni e negativamente dalla domanda interna di importazioni (a sua volta funzione del reddito) e dal tasso di cambio. In particolare, una svalutazione della valuta interna (ossia un deprezzamento del tasso di cambio) comporta un aumento dei beni esportati, che sono più competitivi perché meno cari all'estero, e una riduzione di quelli importati, che sono invece più costosi, e di conseguenza una crescita delle esportazioni nette; e viceversa nel caso di una rivalutazione del cambio.

L'equilibrio nel mercato della moneta è invece modellizzato, come nel modello IS-LM, dall'equazione LM (*Liquidity preference and Money*), che mette in relazione offerta e domanda di moneta. La prima è stabilita dall'autorità di politica monetaria, la seconda dipende positivamente dal reddito e negativamente dal tasso di interesse nominale.



Infine, l'equilibrio nei conti con l'estero è assicurato dalla bilancia dei pagamenti, secondo la quale il saldo delle partite correnti deve essere uguale (con segno opposto) a quello dei movimenti di capitale. In regime di perfetta mobilità di capitali, ciò implica che il tasso di interesse interno deve essere uguale a quello internazionale, altrimenti tutti i capitali si muoverebbero in una o nell'altra direzione, alla ricerca del rendimento più elevato, con la conseguente impossibilità di raggiungere l'equilibrio nei conti con l'estero.

Il modello di Mundell-Fleming studia un'economia aperta, le cui dimensioni non sono tali da poter influenzare autonomamente il livello del tasso di interesse internazionale; di conseguenza, anche il tasso di interesse interno tende ad allinearsi a quello espresso dai mercati esteri. Analiticamente, le equazioni IS e LM determinano così i livelli di equilibrio del reddito e del tasso di interesse e permettono di valutare gli effetti, in economia aperta, delle scelte di politica fiscale e monetaria. Per esempio, se l'autorità monetaria vuole mantenere il tasso di cambio a un livello fisso, allora perde il controllo dell'offerta di moneta, come affermato dal principio dell'impossibile trinità, e gli interventi di politica monetaria non producono alcun effetto reale. Intuitivamente, l'offerta di moneta è determinata dall'equilibrio sui mercati valutari: per es., un eccesso di offerta di valuta interna provoca una pressione svalutativa sul cambio e quindi l'autorità monetaria deve acquistarla in cambio di valuta estera, riducendo così la quantità di

moneta in circolazione. Questi interventi, inoltre, trovano un limite nella quantità di riserve in valuta estera detenute dall'autorità stessa.

### **I.3.1 LA CONDIZIONE DI MARSHALL-LERNER**

La condizione di Marshall-Lerner, formulata da A. Marshall e A.P. Lerner e separatamente anche da J. Robinson, afferma che il deprezzamento del tasso di cambio provoca un miglioramento della bilancia commerciale (originariamente in pareggio) se la somma delle elasticità (espresse in valore assoluto) della domanda di importazioni ed esportazioni rispetto al tasso di cambio risulta superiore all'unità. Se il prezzo delle merci scambiate internazionalmente viene fissato nella valuta di chi le produce (ipotesi di prezzo del produttore), il deprezzamento del tasso di cambio della moneta nazionale induce due effetti: un aumento del prezzo pagato in valuta nazionale delle importazioni del Paese domestico e quindi, a parità di quantità, un incremento; una diminuzione del prezzo in valuta estera delle importazioni del Paese estero, che corrispondono alle esportazioni del paese domestico. Si assisterà perciò, a una diminuzione delle quantità importate dal Paese domestico e a un aumento delle esportazioni dal Paese domestico verso il Paese estero: queste variazioni saranno tanto maggiori quanto più elastiche sono le esportazioni nette alle variazioni del tasso di cambio. Nel caso limite opposto, in cui le elasticità della domanda di importazioni ed esportazioni fossero pari a

zero, si manifesterebbe solo l'effetto prezzo, ma non l'effetto quantità. Il saldo della bilancia commerciale non potrebbe che peggiorare, in quanto si avrebbe solo un maggior valore dell'importazione a parità di valore delle esportazioni.

Questo spiega la logica del cosiddetto *effetto J*, secondo cui l'impatto iniziale di un deprezzamento del tasso di cambio sulla bilancia commerciale è negativo. Infatti, nel breve periodo si manifestano unicamente le conseguenze (negative) dell'effetto prezzo, mentre le quantità scambiate non sono alterate, poiché ad esempio vincolate al rispetto di contratti preesistenti al deprezzamento.



## CAPITOLO II

### I CAMBI MULTIPLI: OBIETTIVI, RISCHI E ESPERIENZA PASSATA

#### II.1 IL MERCATO DELLE DIVISE

Il tasso di cambio è il prezzo della moneta straniera in termini di moneta nazionale e si determina nel mercato delle divise. La moneta maggiormente presa in considerazione in questo mercato è il dollaro (e, per comodità, lo sarà anche in questo caso) e decine di migliaia di operatori economici lo offrono e domandano ogni ora di ogni giorno di attività. Siccome il numero di commercianti è grande e non esistono restrizioni in quanto a chi possa prendervi parte, il mercato delle divise è un mercato competitivo.

In un mercato competitivo, il prezzo è determinato dall'offerta e dalla domanda e, nel mercato delle divise, *la domanda di una moneta è l'offerta di un'altra moneta.*<sup>4</sup> Quando le persone che possiedono denaro di qualche Paese desiderano cambiarlo per dollari statunitensi, domandano dollari e offrono il denaro di un altro Paese. Viceversa, quando qualcuno vuole cambiare dollari statunitensi con divise di un altro Paese, vendono dollari domandando un'altra moneta.

---

<sup>4</sup> *Macroeconomia, versione para Latino America*, nona edizione, Michael Parkin Eduardo Loria. Ed. Pearson Education. Mexico 2010. Capitolo 9.

Così, i fattori che influiscono sulla domanda di dollari statunitensi influiscono anche sull'offerta di euro, dollari canadesi o yen giapponesi, e i fattori che influiscono sulla domanda di denaro di questi altri Paesi influiscono sull'offerta di dollari statunitensi.

### **II.1.1 LA DOMANDA NEL MERCATO DELLE DIVISE**

Le persone comprano dollari statunitensi nel mercato delle divise per poter acquistare beni e servizi prodotti negli Stati Uniti (esportazioni statunitensi). Comprano dollari anche per acquistare attivi statunitensi, come buoni, azioni, imprese e beni radice, o per mantenere parte del loro denaro in conti bancari in dollari.

La quantità domandata di dollari statunitensi nel mercato delle divise è l'ammontare di dollari che i commercianti pianificano di comprare un periodo dato a un tasso di cambio dato. Questa quantità dipende da molti fattori, tra cui il tasso di cambio, la domanda mondiale di esportazioni statunitensi, i tassi di interesse e il tasso di cambio sperato.

La **legge della domanda di divise** si applica ai dollari statunitensi allo stesso modo in cui si applica a qualsiasi cosa la gente dia un valore. Se tutto il resto rimane costante, quanto più alto è il prezzo del dollaro, minore sarà la quantità di dollari statunitensi domandata nel mercato delle divise. Per esempio, se il prezzo del dollaro statunitense sale da 100 a 120 yen, ma non cambia nessun altro

elemento, la quantità di dollari che la gente comprerebbe nel mercato delle divise in Giappone diminuisce. Il tasso di cambio influisce sulla quantità domandata di dollari per due ragioni: l'effetto esportazioni e l'effetto del profitto atteso.

In base all'**effetto esportazioni**, quanto maggiore è il valore delle esportazioni statunitensi, maggiore sarà la quantità domandata di dollari nel mercato delle divise. Il valore delle esportazioni statunitensi dipende però dai prezzi dei beni e servizi fatti negli Stati Uniti espressi nella moneta del compratore straniero, e questo prezzo dipende dal prezzo del dollaro (tasso di cambio). Quanto più basso è il prezzo del dollaro, sempre che tutto il resto rimanga costante, più convenienti saranno per gli stranieri i prezzi dei beni e servizi prodotti negli Stati Uniti e maggiore sarà il volume delle esportazioni statunitensi. Quindi, se il tasso di cambio scende (e altri fattori permangono costanti), aumentano le esportazioni degli Stati Uniti e, conseguentemente, aumenta la quantità domandata di dollari nel mercato di divise.

Secondo l'**effetto del profitto atteso**, quanto maggiore è il profitto atteso di possedere dollari, maggiore sarà la quantità domandata di dollari nel mercato delle divise. Senza dubbio, il profitto atteso dipende dal tasso di cambio. Per un determinato tasso di cambio atteso, quanto più basso è il tasso di cambio oggi, maggiore sarà il profitto atteso di comprare e avere dollari e, quindi, maggiore sarà la quantità domandata di dollari nel mercato delle divise oggi.

L'offerta nel mercato delle divise funziona esattamente come la domanda, appena descritta, con la differenza che in questo caso, mantenendo sempre il dollaro come moneta di riferimento, sarà quest'ultimo ad essere cambiato con altre divise per poter importare beni, e che l'*effetto esportazioni* è sostituito con l'**effetto importazioni**<sup>5</sup>.

### **II.1.2 L'EQUILIBRIO DEL MERCATO**

L'equilibrio nel mercato delle divise dipende da come operano la Federal Reserve e le altre Banche Centrali.

Il tasso di cambio agisce come un regolatore delle quantità domandate e offerte. Se il tasso di cambio è troppo alto, si genera un'eccedenza, ossia la quantità offerta eccede quella domandata.

Al tasso di cambio di equilibrio, non abbiamo né scarsità né eccedenza. Il mercato delle divise è costantemente attratto verso il suo equilibrio grazie alle forze di offerta e domanda. Gli operatori del mercato delle divise cercano costantemente il miglior prezzo che si possa ottenere e quando vendono, ovviamente, desiderano pagare il minor prezzo possibile. L'informazione fluisce da un commerciante all'altro attraverso la rete informatica globale e il prezzo si

---

<sup>5</sup>Quanto maggiore è il valore delle importazioni statunitensi, maggiore sarà la quantità offerta di dollari nel mercato delle divise; quanto più alto è il tasso di cambio, i prezzi dei beni e servizi prodotti all'estero saranno più bassi per gli statunitensi e maggiori saranno i volumi delle loro importazioni.



aggiusta ogni minuto per mantenere in equilibrio i piani di acquisto e di vendita. In altre parole, il prezzo si aggiusta di minuto in minuto mantenendo il tasso di cambio in equilibrio.

## **II.2 DUE EPISODI DELLA VITA DEL DOLLARO**

Il mercato delle divise è un esempio sorprendente di mercato competitivo. Le aspettative di migliaia di commercianti di tutto il mondo influiscono in questo mercato in ogni momento.

Domanda e offerta non si fermano mai e le loro fluttuazioni danno luogo a un tasso di cambio fluttuante. Due episodi della vita del dollaro illustrano queste fluttuazioni: quando si apprezzò nel periodo 2005-2007 e quando si deprezzò nel 2007-2008.

Tra il gennaio del 2005 e il luglio del 2007, il dollaro si apprezzò rispetto allo yen giapponese e salì da 103 a 123 yen per dollaro. Nel 2005-2006 la Federal Reserve aumentò il tasso di interesse, che però non cambiò quasi per niente in Giappone. All'aumentare del differenziale di tassi di interesse, i fondi fluirono fino agli Stati Uniti. Inoltre i cambiavalute, anticipando questo maggior flusso di fondi verso gli Stati Uniti, speravano che il dollaro si apprezzasse di fronte allo yen. La domanda di dollari aumentò e l'offerta diminuì.

Tra luglio del 2007 e settembre 2008, invece, il dollaro si deprezzò rispetto allo yen e scese da 123 a 107 yen per dollaro. Durante l'ultimo trimestre del 2008,

l'economia statunitense entrò in una grave crisi di credito, pertanto la Federal Reserve abbassò il tasso di interesse negli Stati Uniti. Nonostante ciò, la Banca del Giappone mantenne costante il tasso di cambio in Giappone. Il differenziale dei tassi d'interesse si ridusse e i fondi fluirono fuori dagli Stati Uniti verso il Giappone. La domanda di dollari diminuì e l'offerta aumentò.

### **II.3 ASPETTATIVE SUL TASSO DI CAMBIO**

Le variazioni del tasso di cambio appena esaminate nascono perché si sperava che il tasso di cambio variasse. Questa spiegazione suona un po' come una profezia che si auto avvera. Per quale ragione però cambiano le aspettative? La risposta è: nuova informazione sulle forze che più profonde che influiscono sul valore di una moneta in relazione al valore di un'altra. Due di queste forze sono la *parità dei tassi di interesse* e la *parità del potere d'acquisto*.

Una forma di definire il valore del denaro è determinare quanto può guadagnare. Due monete differenti (mantenendo sempre come esempi il dollaro statunitense e lo yen giapponese) possono guadagnare quantità differenti. Per esempio, supponiamo che un deposito bancario in yen a Tokio guadagna l'1 per cento all'anno, mentre uno in dollari statunitensi a New York guadagna il 3 per cento annuo. In questa situazione, perché qualcuno depositerebbe denaro a Tokio e tutto il denaro non fluisce a New York? La risposta è dovuta alle aspettative riguardo il tasso di cambio. Supponiamo che la gente spera che lo yen

abbia un apprezzamento del 2 per cento annuo. Gli investitori statunitensi sperano che se comprassero e tenessero yen per un anno, guadagnerebbero l'1 per cento di interessi e il 2 per cento per lo yen più alto (dollaro più basso) per ottenere un interesse totale de 3 per cento. Così, il tasso di interesse in termini di dollari è lo stesso a Tokio e a New York. Questa situazione è conosciuta come **parità dei tassi di interesse**, che significa che i tassi di interesse sono uguali. Aggiustata al rischio di cambio del tasso di cambio, la parità dei tassi di interesse prevale sempre. I fondi si spostano per ottenere il massimo rendimento disponibile. Se per alcuni secondi a New York è disponibile un rendimento più alto che a Tokio, la domanda di dollari statunitensi aumenta e il tasso di cambio sale fino a che i tassi di interesse sperati si eguagliano.

Un'altra forma di definire il valore del denaro è determinare quanto può comprare. Senza dubbio, due monete differenti (dollaro statunitense e yen giapponese) possono comprare quantità di beni e servizi diverse nei loro rispettivi paesi. Supponiamo che una memoria USB costa 5000 yen a Tokio e 50 dollari a New York. Se il cambio è di 100 yen per dollaro, i due beni hanno lo stesso valore, si può comprare una memoria USB a Tokio o a New York per lo stesso prezzo.

La situazione appena descritta prende il nome di **parità del potere d'acquisto**, che significa uguale valore del denaro. Se la parità del potere d'acquisto non prevale, entrano in azione delle forze molto potenti. Per

comprendere queste forze, supponiamo che il prezzo di una memoria USB a New York sale a 60 dollari, ma a Tokio rimane stabile a 5000 yen. Inoltre, si supponga che il tasso di cambio si mantiene a 100 yen per dollaro. In questo caso, una memoria USB a New York non costerebbe più il corrispettivo di 5000 yen ma 6000 yen. Il denaro comprerebbe di più in Giappone che negli Stati Uniti, ossia il denaro non avrebbe più lo stesso valore in entrambi i Paesi.

Se tutti i prezzi (o la maggior parte di essi) aumenteranno negli Stati Uniti ma non in Giappone, la gente si aspetterebbe che il valore del dollaro statunitense nel mercato delle divise diminuisca. In questa situazione, ci si aspetterebbe che il tasso di cambio si abbassi. La domanda di dollari statunitensi diminuirebbe e l'offerta di dollari aumenterebbe. Il tasso di cambio si abbasserebbe, come ci si aspettava. Se il tasso di cambio arrivasse a 83.33 yen per dollaro e non ci fossero più cambi di prezzi, la parità del potere di acquisto si ristabilirebbe. Una memoria USB che costa 60 dollari a New York costerebbe sempre 60 dollari ( $60 \times 83.33 = 5000$ ) a Tokio.

Se i prezzi aumentassero in Giappone e in altri Paesi, ma si mantenessero costanti negli Stati Uniti, la gente potrebbe pensare che il valore del dollaro nel mercato delle divise è troppo basso e sarebbe sul punto di aumentare. Da questo, ci si aspetterebbe un aumento del tasso di cambio. La domanda di dollari aumenterebbe, la sua offerta si ridurrebbe e il tasso di cambio salirebbe come ci si aspettava.

## II.4 RISPOSTA ISTANTANEA DEL TASSO DI CAMBIO

Il tipo di cambio risponde in maniera istantanea alle notizie riguardo i cambi delle variabili che influiscono sulla domanda e offerta nel mercato delle divise. Possiamo vedere perché questa risposta è immediata quando consideriamo le opportunità di utilità sperate che generano queste notizie.

Supponiamo che sorgano dei rumori sul fatto che la Banca Centrale del Giappone pensa di aumentare il tasso d'interesse la settimana prossima. Se questo movimento si considera plausibile, allora i commercianti possono sperare che la domanda di yen aumenti e la domanda di dollari diminuisca. Possono anche aspettarsi che lo yen si apprezzi e il dollaro si deprezzi.

Senza dubbio, per beneficiare dell'apprezzamento dello yen e evitare una perdita per il deprezzamento del dollaro, è necessario comprare yen e vendere dollari *prima* che il tipo di cambio vari. Ciascun commerciante sa che tutti gli altri commercianti hanno la stessa informazione e aspettative simili. Ogni commerciante sa inoltre che quando le persone cominciano a vendere dollari e comprare yen, il tipo di cambio si modificherà. Realizzare una transazione prima che vari il tipo di cambio, significa concluderla immediatamente, tanto presto quanto si riceve l'informazione che cambia le aspettative.

## **II.5 REGIMI CAMBIARI IN AMERICA LATINA**

Le fluttuazioni delle monete dei Paesi latino-americani sono legate con il comportamento delle loro economie. Ne consegue che in situazioni avverse, la necessità di adottare nuovi regimi cambiari sia latente.

È così ad esempio che l'Argentina adotta la flessibilità dopo aver istituito una cassa di conversione nel 1991. Oggigiorno molti Paesi centroamericani e dei Caraibi continuano seguendo una politica cambiaria fissa, mentre i Paesi sudamericani, assieme al Messico, hanno optato per la flessibilità con il principale scopo di incrementare la competitività nel mercato esterno, così come prevenire periodi con iperinflazione.

In America Latina, solo l'Equador, Panama ed El Salvador continuano con economie "dollarizzate". Questo vuol dire che in questi tre Paesi la moneta ufficiale per realizzare transazioni economiche è il dollaro statunitense.

Venezuela e Belize si sono mantenuti con una parità fissa come protezione al valore della loro moneta e come meccanismo per controllare le pressioni inflazionistiche; senza dubbio il problema della parità fissa nasce nel momento in cui non si può controllare l'inflazione, poiché questo ha come conseguenza la perdita di competitività esterna e della produzione interna.

D'altro canto, in America Centrale la parità e le bande mobili sono il regime comune di politica cambiaria. Nel caso della Costa Rica, la Banca Centrale concordò l'entrata di un regime cambiario di bande come un modello per

incamminarsi verso l'obiettivo della difesa del tasso di inflazione e non verso la difesa del tipo di cambio nominale.

Un **sistema a tassi di cambio multipli** si ha quando in un paese coesistono allo stesso tempo sia tassi di cambio fissi sia flessibili, ed entrambi possono essere utilizzati per scambiare divise nel Paese. In questa situazione, il mercato è diviso in un certo numero di segmenti, ognuno dei quali ha il proprio tasso di cambio. Questo metodo è spesso utilizzato per concedere un trattamento di favore a quelle persone che hanno a che fare con beni e prodotti considerati i più importanti per il Paese; le persone che importano questi beni possono favorire di un tasso di cambio migliore rispetto a chi importa beni non così necessari per il Paese.

I tassi di cambio multipli hanno una lunga storia. Negli anni '30, se non prima, i cambi multipli e la convertibilità ristretta sono apparsi su larga scala in tutta l'economia mondiale. In Europa il controllo dei cambi era ampiamente praticato, e Raúl Prebisch introdusse i cambi multipli in Argentina. Tra gli anni '50 e gli anni '60, questi arrangiamenti esistevano quasi in tutti i Paesi, e non erano solo comuni, ma in qualche maniera anche rispettabili, anche se mai incontrovertibili.

Triffin (1947, 80) pose il caso in questa maniera:

“Ogni volta che le difficoltà della bilancia dei pagamenti sono dovute non a disparità tra i prezzi internazionali ma a fattori accidentali o a fluttuazioni critiche della domanda e dell’offerta estera, dovrebbero essere seguite politiche compensatorie per quanto sia possibile. Questo richiede un alto livello di riserve [...] Quando le riserve sono insufficienti, sarà necessaria assistenza estera o interna, come contemplato con il Fondo Monetario Internazionale. Se ciò fallisce, il controllo degli scambi deve essere usato come una terza linea di difesa, per continuare le politiche compensatorie ed evitare i problemi maggiori che deriverebbero da inflazione o svalutazione. Lo svantaggio di queste ultime politiche, rispetto al controllo degli scambi, è che il loro effetto correttivo sulla bilancia dei pagamenti dipenderà probabilmente da una contrazione del reddito molto più grave del deficit internazionale”.

La domanda importante è se i tassi di cambio multipli siano un valido strumento in più per la politica monetaria, sia sotto l’aspetto microeconomico che macroeconomico, o una sconosciuta distorsione con un piccolo payoff in termini di efficacia e maggiori costi di allocazione. La risposta è interessante dal punto di vista di chi usa i tassi, ma è piuttosto un problema a parte per le agenzie di controllo internazionali, soprattutto il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, che hanno il compito di monitorare e inibire le pratiche di cambi multipli.



## **II.6 ASPETTI MACROECONOMICI DEI TASSI DI CAMBIO MULTIPLI**

I tassi di cambio multipli possono avere un ruolo macroeconomico in due maniere. Primo, possono essere un efficace strumento per regolazioni nel caso in cui il deficit sia transitorio e non sia possibile ricorrere a finanziamenti. In secondo luogo, i cambi multipli possono servire come ammortizzatore macroeconomico, in particolare nel caso di un miglioramento transitorio delle ragioni di scambio.

Una discussione esauriente sui cambi multipli e sulle ripercussioni di queste politiche sulle grandezze macroeconomiche è proposta da Dornbusch (1986) in *Multiple Exchange Rates for Commercial Transactions*. I paragrafi che seguono sono liberamente tratti dal suo paper.

### **II.6.1 REGOLAMENTO DELLA BILANCIA COMMERCIALE**

In assenza di riserve o finanziamenti (o di entrambe le cose), i deficit commerciali richiedono un regolamento. I tassi di cambio multipli possono essere un efficace meccanismo di regolamentazione nel caso di disturbi transitori.

Ci sono quattro possibili politiche di regolamento per correggere un deficit: una contrazione nella domanda aggregata, un deprezzamento reale, restrizioni quantitative selettive e tariffe selettive, che equivalgono ai tassi di cambio multipli. La politica commerciale, qualunque forma prenda, comporta un duplice effetto: la riduzione della spesa tramite la tassazione implicita in tariffe, quote, o

tassi multipli; e un cambio di spesa dovuto ai cambiamenti dei prezzi relativi portati da queste politiche. Determinare quale politica di intervento sia ottimale dipenderà in generale dalla fonte del deficit e dalla flessibilità macroeconomica di breve periodo dell'economia.

Si consideri, in primo luogo, il caso in cui sia un incremento della spesa aggregata a causare il deficit. Se l'economia affronta un incremento generale della spesa in condizioni di pienoimpiego, si avrà un eccesso di domanda dei beni e un deficit della bilancia commerciale. Sarebbe appropriata una politica di riduzione della spesa aggregata, piuttosto che un "cambio" delle politiche di spesa (concentrare le spese in un altro settore dell'economia). Un cambio di spesa sarebbe invece più appropriato rispetto ad una riduzione di spesa nel caso in cui ci sia un'alta disoccupazione e domanda e occupazione molto sensibili.

La questione contro una svalutazione di breve termine come una politica di regolamentazione è ben fondata: nel breve periodo una svalutazione potrebbe avere un netto effetto di contrazione della domanda aggregata senza raggiungere allo stesso tempo un significativo miglioramento del saldo con l'estero. Il motivo di questo è che una reale svalutazione taglierebbe il potere d'acquisto dei salari e di conseguenza la domanda aggregata reale dei beni domestici. L'aumento dell'impiego causato dall'incremento della competitività potrebbe essere piccolo se la domanda (estera e domestica) non è molto elastica nel breve termine e se i materiali importati rappresentano una buona parte dei costi e del paniere dei

consumi. Sotto queste plausibili condizioni una generale svalutazione è principalmente un trasferimento all'estero, non una politica d'impiego o una politica di regolamento degli scambi. La svalutazione può essere esattamente paragonata a un negozio che annuncia i saldi su ogni articolo. Questi sconti si tradurranno in perdite se la maggior parte degli articoli ha una domanda inelastica. Il venditore riuscirebbe meglio nel suo scopo individuando e selezionando i prodotti con elevata elasticità e concentrandosi su questi come produttori di ricavi.

È facile immaginare un caso in cui la domanda per le importazioni è inelastica al prezzo e la domanda domestica di prodotti sostitutivi alle importazioni è anch'essa insensibile ai prezzi nel breve periodo. Un aumento dei prezzi d'importazione dovuto ad una svalutazione diminuirebbe quindi semplicemente il potere d'acquisto dei salari; ma la domanda d'importazione inelastica implica che una parte maggiore del reddito ridotto sarà spesa nelle importazioni e che la domanda di prodotti domestici (e quindi l'impiego) diminuirà. Se la domanda estera e l'offerta domestica di beni esportabili sono sensibili al prezzo, una svalutazione dal lato dell'export porterà profitti maggiori. Perché non concentrare quindi semplicemente la svalutazione sulle esportazioni tramite un sussidio, lasciando da parte il taglio dei salari reali derivante dall'aumento dei prezzi di importazione?

Dornbusch si sofferma poi su come fare a scegliere tra quote, tariffe o gli equivalenti tassi di cambio multipli. L'uso di quote per controllare la bilancia

commerciale nel breve periodo è stato particolarmente usato in Australia, mentre altri Paesi hanno sempre preferito tariffe o cambi multipli. Le quote hanno il vantaggio della certezza dei volumi, ma oltre a questo c'è poco altro per poterle raccomandare. Se la domanda di importazioni è inelastica, l'imposizione di quote di vendita riduce le importazioni, ma lo fa principalmente come conseguenza dell'implicito avanzo di budget. L'impatto sull'impiego domestico continuerebbe a essere avverso solo nel caso di una svalutazione. Ancora una volta non c'è una sostanziale differenza tra tariffe selettive o sussidi e gli equivalenti tassi di cambio multipli, solo la convenienza amministrativa la prende in considerazione.

Un mercato delle aste di un selezionato gruppo d'importazioni (beni superflui o beni di lusso), combinato con una data e uniforme struttura di tassi di cambio per tutti gli altri beni, è un modo efficace per capire una carenza transitoria di cambi esteri. Le autorità determinano ogni volta quanto vale il cambio estero per la particolare categoria d'importazioni, e il tasso di cambio si aggiusta per eliminare il mercato. Il fatto che il cambio estero sia messo all'asta implica che in periodi di carenza il tasso di equilibrio nel mercato delle aste sarà alto, paragonato agli altri tassi, aumentando in questo modo i proventi fiscali ed esercitando un netto effetto di contrazione fiscale. Il mercato delle aste serve quindi da stabilizzatore incorporato anche sulla base di vendite all'estero costanti. Se durante i periodi di scarsità l'ammontare degli scambi esteri (per esempio in

dollari) disponibile per l'asta dovesse essere ridotto, la contrazione fiscale (per esempio in pesos, parlando dell'Argentina) sarebbe rinforzata.

L'economia reagisce al prezzo d'asta aumentato tramite l'effetto reddito e l'effetto sostituzione. L'effetto reddito è la controparte dell'aumento dei proventi fiscali, e implica chiaramente una riduzione della domanda di tutti i beni, aiutando quindi a contenere le spese. L'effetto sostituzione lavora invece per aumentare la domanda non razionata di beni. In una certa maniera questo significa che spendere ciò che è razionato nel mercato per i beni di lusso, potrebbe portare ad altre importazioni senza restrizioni o potrebbe ridurre le esportazioni. Lo spillover potrebbe però essere minimo se la maggior parte della sostituzione sia intertemporale. Si supponga, nello specifico, che i beni di lusso siano beni di consumo durevoli. Un incremento del prezzo corrente relativo agli altri beni e allo stesso bene durevole (una volta che la carenza sia scomparsa) porta a una sostituzione intertemporale.

Si potrebbe di certo pensare che una svalutazione possa raggiungere esattamente lo stesso effetto aggregato di un sistema di prezzi d'asta, ed è quindi naturale chiedersi cosa abbia di speciale il sistema di tassi di cambio multipli in questo contesto. La differenza principale è che un sistema d'aste di prezzi combina le caratteristiche di un cambio di spesa e di una riduzione della spesa. Un tasso d'asta applicato ai beni di lusso è una speciale forma di tassazione. Si applica diversamente a gruppi di persone con alto reddito, e si applica a un

gruppo di merci che includono una significativa parte di beni durevoli che sono particolarmente sensibili a scelte di sostituzione intertemporali. Una svalutazione, per contro, introdurrebbe solo un effetto di cambio di spesa e, in assenza di altre politiche macroeconomiche, potrebbe anche non essere fatta per durare in termini reali. Ancora una volta, ovviamente, una tassa ad hoc sulle importazioni di beni di lusso avrebbe esattamente lo stesso effetto.

## **II.6.2 I TASSI DI CAMBIO MULTIPLI COME AMMORTIZZATORI MACROECONOMICI**

Un sistema di tassi di cambio multipli flessibili può anche avere un utile ruolo nel fronteggiare interferenze esterne. Il classico esempio è quello di un temporaneo miglioramento delle ragioni di scambio. Un possibile aggiustamento sarebbe permettere un apprezzamento reale uniforme, poiché i redditi reali aumentati sono spesi in parte per i beni domestici. Dato però che l'apprezzamento reale è transitorio, potrebbe essere preferibile evitare questa regolamentazione che avrebbe come conseguenza la perdita di competitività nelle industrie di import e export non tradizionali.

L'alternativa è ridurre il tasso di cambio applicabile a queste esportazioni beneficiando delle migliorate ragioni di scambio e quindi implicitamente non pagare le tasse su parte dei profitti inattesi. Inoltre, i maggiori profitti derivanti dal commercio estero potrebbero essere usati per raggiungere una liberalizzazione

transitoria nel mercato d'asta, dove l'aumentata fornitura ridurrebbe il tasso di cambio reale e promuoverebbe un cambio di spesa. Negli anni 1972-74 il boom dei prezzi mondiali delle merci ha fatto aumentare i proventi delle esportazioni rispetto alle tradizionali, e il governo argentino rispose non tassando questi miglioramenti, quindi riducendo l'effettivo tasso di cambio a solo la metà di quello applicabile alle importazioni.

Un'altra possibilità sorge se si verifica una deteriorazione transitoria delle ragioni di scambio, diciamo per un aumento mondiale del prezzo del cibo. Per essere più concreti, supponiamo che il dollaro si deprezzi drasticamente nel mercato mondiale, che a sua volta porta a un aumento del prezzo reale delle merci, cibo incluso. Il deprezzamento del dollaro è visto come un overshooting<sup>6</sup> che sarà annullato in breve tempo. La questione sorge quando i modelli di consumo e produzione nell'economia dovrebbero essere fatti per regolare lo shock transitorio.

### **II.6.3 STERILIZZAZIONE**

Abbiamo considerato due possibilità per le quali i cambi multipli potrebbero essere usati per smorzare l'impatto dei disturbi sull'economia. Primo, funzionano

---

<sup>6</sup>Con il termine overshooting si è soliti indicare il deprezzamento (apprezzamento) di breve periodo del tasso di cambio nominale superiore al suo valore di lungo periodo a seguito di un aumento (riduzione) dell'offerta di moneta.(Dornbusch R. (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics." The Journal of Political Economy, Vol. 84).

come uno strumento fiscale, producendo effetti sia di cambi di spesa sia di riduzioni di spesa. Secondo, possono essere usati per limitare direttamente il passaggio attraverso i prezzi domestici e l'allocazione delle risorse per i cambiamenti nell'economia mondiale. Una terza possibilità si presenta se la pratica dei cambi multipli prende la forma di una rinuncia necessaria alle entrate di valuta estera derivanti da particolari transazioni in cambio di prestiti obbligazionari negoziabili in valuta nazionale con una scadenza specifica. Questa pratica non rappresenta né una tassa (anche se il tasso applicabile per altre operazioni è differente da questo), né una redistribuzione delle risorse. Rappresenta invece un prestito forzoso che aiuta a compensare nel breve periodo gli effetti monetari del boom delle esportazioni.

Una politica che fa rinviare la conversione dei proventi delle esportazioni in valuta nazionale per l'obbligo di cedere i guadagni in cambio di un certificato di cambio rappresenta una combinazione di sterilizzazione e tassazione. C'è una tassazione implicita perché a causa del ritardo nei pagamenti, la tassa diventa uguale allo sconto nel certificato di cambio. Più alto è il tasso di interesse e più lunga è la scadenza forzata del certificato di cambio, più alta sarà la tassa implicita. Il ritardo nei pagamenti rappresenta quindi una pratica di cambio multiplo con una tassa implicita. In aggiunta, ovviamente, c'è la possibilità che ci siano vincoli di liquidità che fanno avere a questo prestito forzoso rischi aggiuntivi nell'assorbimento.



L'uso di certificati di cambio rappresenta anche una forma automatica di sterilizzazione. È in sostanza paragonabile alla banca centrale che ancora il tasso di cambio e ne espande la base nel corso di un surplus di commercio, girando poi intorno per compensare l'espansione con una vendita di obbligazioni. Nel caso di un boom di esportazioni questa caratteristica di prestito forzoso dei certificati di cambio non compensa l'impatto dell'aumento di reddito e prezzi reali nell'economia. Si limita a evitare di rinforzare questo meccanismo con un'immediata espansione monetaria. Poiché i certificati di cambio vengono a scadenza in futuro, ci sarà in definitiva un'espansione monetaria oppure la necessità di un'operazione di sterilizzazione nella quale le autorità vendono titoli e utilizzano il ricavato per pagare i certificati di cambio in scadenza.

Per quanto riguarda le importazioni, c'è una pratica simile sotto forma di caparre. Dato che questi depositi non hanno interessi, rappresentano una forma di tassazione implicita. Rappresentano anche un prestito forzoso e uno stabilizzatore automatico nel caso di un boom d'importazioni. Un boom delle importazioni porta a un'automatica contrazione delle riserve di moneta in vista della spesa per le importazioni e quindi di tassi d'interesse aumentati e, quindi, di un'implicita tassazione delle importazioni. Sia le cauzioni alle importazioni sia i certificati di cambio condividono quindi la doppia caratteristica di tassazione implicita attraverso prestiti forzati e la stabilizzazione monetaria.

Per riassumere, l'uso di tassi di cambio multipli rappresenta una combinazione di riduzione della spesa o politica fiscale e un cambio di spesa. I cambi multipli agiscono come una tassa differenziata e, eccetto per considerazioni amministrative, sono esattamente la stessa cosa. Ci sono buone ragioni per usare queste misure come una politica per far fronte a disturbi transitori. Nel caso di deficit commerciali, e in assenza di finanziamento, potrebbe essere efficace concentrare gli aggiustamenti in pochi settori. In tutti i settori ci sono differenti velocità di aggiustamento e una politica che si concentra esclusivamente in settori con alta reattività di risposta potrebbe essere efficace. Ci sono però anche dei costi associati con la regolazione dell'economia ai disturbi transitori e quindi i cambi multipli possono essere impiegati per concentrare queste regolazioni in settori o attività con costi relativamente bassi.

Nel caso di surplus transitori indotti dal miglioramento delle ragioni di scambio, i cambi multipli sono particolarmente efficaci. Hanno un ruolo fiscale come stabilizzatore incorporato, ma inoltre essi attenuano l'effetto riducendo la riallocazione delle risorse causata da shock transitori. La misura in cui le autorità dovrebbero attenuare l'impatto dei prezzi mondiali sull'economia della nazione dipende dalla persistenza di disturbi e dai costi politici delle rettifiche. Più sono bassi questi costi di regolazione e più sono persistenti i disturbi, più completa sarà la regolazione ottimale ai prezzi mondiali.

### CAPITOLO III

#### IL CASO ARGENTINO NEGLI ANNI 2000

L'Argentina è uno dei pochi Paesi con un sistema di tassi di cambio multipli. Dopo la decade 1991 – 2001, dove era stato fissato il cambio 1 a 1 con il dollaro (1 peso = 1 dollaro statunitense), si decise di adottare questa politica di tassi di cambio multipli, con l'obiettivo di migliorare la competitività del Paese e riattivare un'economia che non mostrava cenni di crescita da quasi tre anni.

Riporto qui di seguito un articolo del 15 giugno 2001 tratto da *La Jornada* (<http://www.jornada.unam.mx>) dal titolo “L'Argentina abbandona il tasso di cambio fisso per le operazioni di commercio estero; mantiene il tasso di cambio uno a uno con il dollaro per le transazioni interne”.

“Buenos Aires – Il governo argentino ha annunciato sorprendentemente questo venerdì che abbandonerà a partire dalla prossima settimana il tasso di cambio fisso per il commercio estero, con una misura che punta a migliorare la competitività del Paese e a riattivare un'economia che non cresce da quasi tre anni.

L'annuncio è stato dato dal presidente Fernando de la Rúa e dal ministro dell'Economia, Domingo Cavallo, i quali hanno assicurato che l'attuale regime cambiario – che fissa il peso con la moneta statunitense in una

relazione uno a uno – continuerà ad essere vigente per il resto delle transazioni con il dollaro. ...

Da lunedì, gli esportatori potranno accedere a un dollaro differenziale che si calcolerà con una formula che prende in considerazione la differenza tra il valore medio della quotazione del dollaro e dell'euro.

Con i valori di venerdì, significa che quando un esportatore venderà un dollaro in Argentina riceverà in cambio 1.08 pesos. ...

Le esportazioni argentine (...) hanno perso competitività negli ultimi anni, mentre allo stesso tempo il dollaro si è rafforzato. Per questo, gli esportatori hanno richiesto ripetutamente di avere la possibilità di contare su un tasso di cambio differenziale per poter competere all'estero...

Cavallo, creatore del regime di cambio fisso quando capitanò anche il *Palacio de la Hacienda* durante una parte del governo peronista (1989 – 1999), propose, dopo aver assunto all'inizio di marzo l'amministrazione dell'Alleanza, di ampliare il regime di convertibilità per legare anche la moneta argentina all'euro. ...

...Con il nuovo regime cambiario “chi esporta una caramella riceverà 1.08 pesos per ogni dollaro e chi importerà una caramella dovrà pagare 1.08 pesos per ogni dollaro”. ...”<sup>7</sup>

### **III.1 DAL DEFAULT AL “MIRACOLO” ARGENTINO: PRINCIPALI CARATTERISTICHE MACROECONOMICHE**

Durante le ultime due decadi, afferma Coremberg nel suo working paper *Measuring Argentina's GDP Growth: Just Stylezed Facts* (Luglio 2013), l'Argentina ha avuto diversi cambiamenti strutturali che hanno coinvolto il suo regime macroeconomico. Questa instabilità economica ha avuto un forte impatto sulla sostenibilità della crescita nel lungo periodo.

A partire dalla fine della sua ultima depressione economica (1998 – 2002), l'economia argentina ha vissuto un importante recupero nel suo livello del PIL, particolarmente forte nel 2007 (si vedano Fig. 1, 2). Questo processo è in parte dovuto ad una “megasvalutazione” della valuta domestica e dalle ragioni di scambio più favorevoli delle ultime decadi.

Dopo l'esito del cosiddetto “Piano di Convertibilità” (o Currency Board, tasso di cambio 1 a 1 con il dollaro statunitense che fu in vigore in Argentina dal 1991 al 2002), alla fine del periodo di depressione, il regime di politica economica cambiò drammaticamente da apertura agli scambi, privatizzazione,

---

<sup>7</sup>Diario La Jornada. Tutti i diritti riservati. Traduzione personale.

deregolamentazione e politiche dal lato dell'offerta a una politica guidata dalla domanda e da un tasso di cambio competitivo. L'abbandono del Currency Board comportò una caduta delle importazioni e una ripresa delle esportazioni. La bilancia commerciale, quasi sempre deficitaria negli anni novanta, torna ad essere attiva e a contribuire alla crescita del PIL (Fig. 3, 4, 5). Tuttavia, l'accelerazione della crescita fu dovuta anche al fatto che all'inizio degli anni 2000 si stava sviluppando un ciclo di commodities di cui l'Argentina è un forte produttore ed esportatore. (Fig. 6). La combinazione della svalutazione del peso con il prezzo crescente delle commodities e l'aumento della loro domanda permise all'Argentina di riprendere un sentiero di crescita accelerata.

Deprezzamento del peso e ciclo delle commodities furono fattori essenziali per mantenere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. La scarsa credibilità dell'Argentina dopo il default rese molto difficile l'afflusso di capitali o l'accensione di prestiti internazionali. A fronte di un saldo del conto finanziario deficitario (anche a causa della fuga di capitali, Figura 4), l'Argentina poteva contare solo su un surplus della bilancia commerciale per far fronte ai pagamenti internazionali e mantenere un livello accettabile di riserve di valuta estera.

Ma a partire dal 2006 il raggiungimento della piena occupazione, alcune distorsioni della politica economica, come il congelamento delle tariffe dei servizi pubblici, le restrizioni alle importazioni e, più tardi, la crisi internazionale e la fine

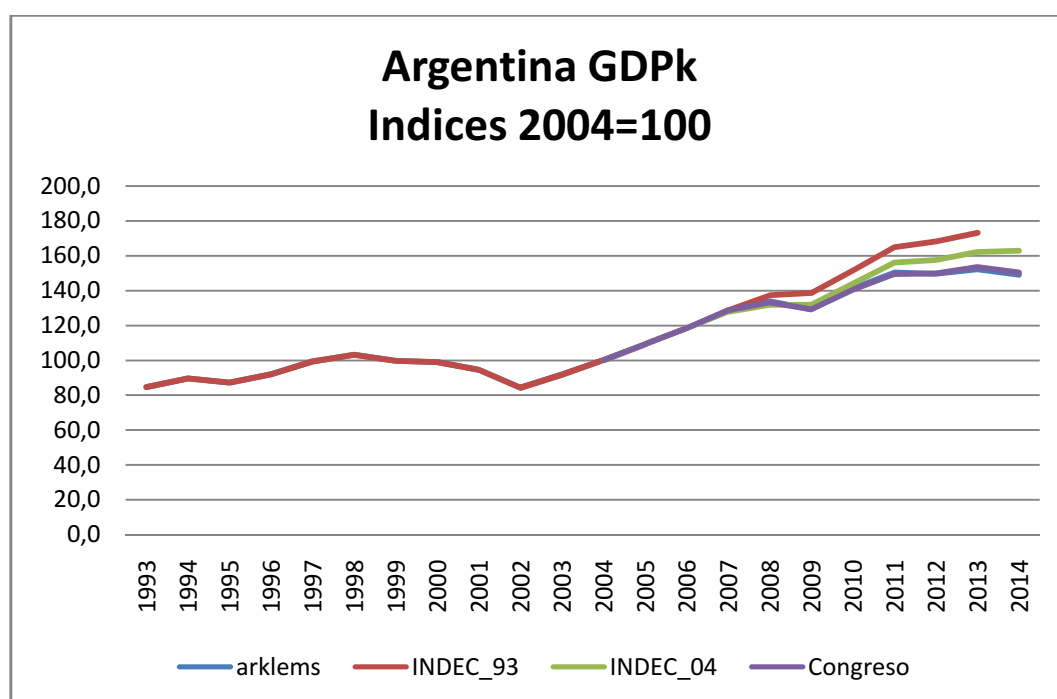
del ciclo delle commodities causarono un progressivo rallentamento dell'economia argentina e un riaccendersi dell'inflazione.

All'inizio del 2007, l'amministrazione decise di nascondere l'inflazione intervenendo sull'Indice dei prezzi al consumo (CPI, *Consumer Price Inflation Index*), calcolato dall'Istituto Nazionale di Statistica (INDEC) e successivamente, gonfiando le stime della crescita del Pil reale. Dall'inizio di questo intervento, diversi analisti accademici e privati hanno stimato che l'andamento del CPI è stato considerevolmente più elevato rispetto a quello riportato nelle serie ufficiali (Fig. 7), mentre le stime alternative del Pil fotografano un'economia in progressivo rallentamento (vedi ARKLEMS in Figura 1). Inoltre i divari molto elevati tra le stime ufficiali dell'inflazione rispetto all'inflazione reale distorsero le misurazioni di altri importanti indicatori economici, come il tasso di povertà e la distribuzione del reddito. Attualmente, ad esempio, l'Argentina risulta avere un tasso di povertà ad un livello più basso rispetto a molti dei paesi sviluppati, come la Svezia, la Finlandia e altri paesi del Nord Europa con gli indicatori di benessere migliori del mondo.

Un'economia in rallentamento, un'inflazione crescente e un saldo della bilancia commerciale in progressiva riduzione indussero le autorità argentine a cercare di mantenere fisso il tasso di cambio nominale come misura per tenere sotto controllo l'inflazione ed a imporre restrizioni crescenti sulle importazioni e

sulla compravendita di valute, che a sua volta generò un mercato illegale (dollar e euro blue) che il governo cerca di contrastare ma con scarsi risultati. (Figura 8).

Ad un'analisi delle misure restrittive adottate sono dedicati i paragrafi successivi.



**Fig.1 PIL argentino con riferimento al 2004 (periodo 1993 – 2014)**



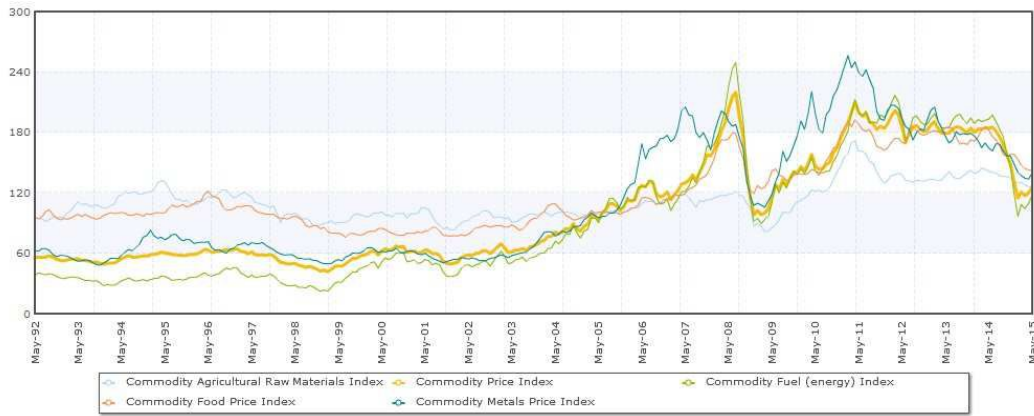


Fig. 2: Prezzi delle commodities dal '92 al '95. Fonte: [www.indexmundi.com/commodities/](http://www.indexmundi.com/commodities/)

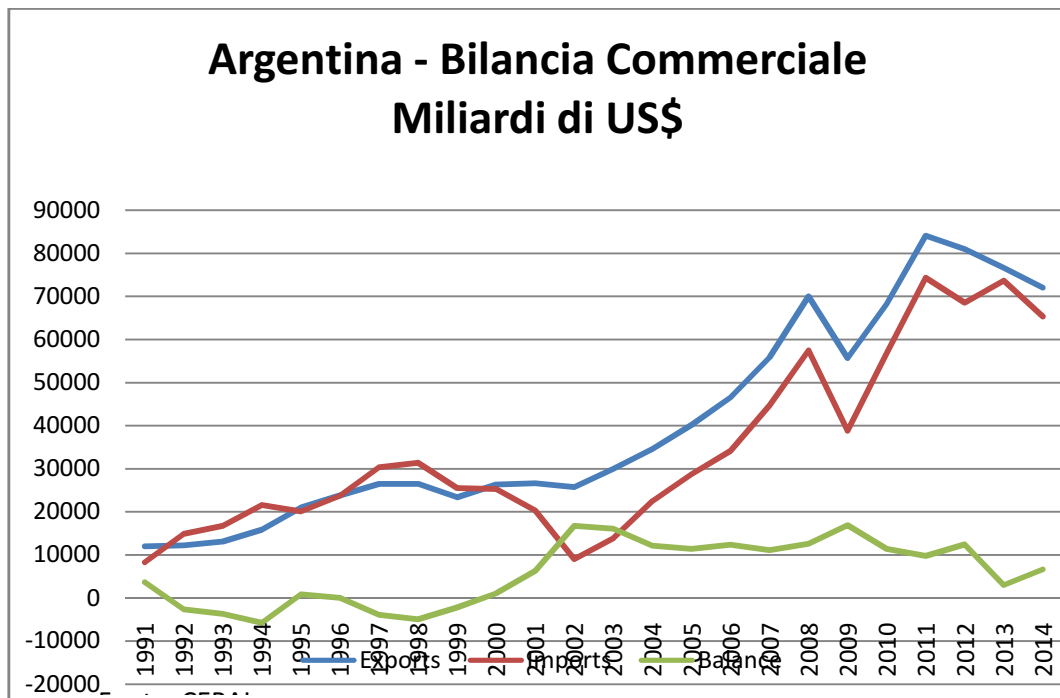


Fig. 3: Bilancia Commerciale argentina dal 1991 al 2014

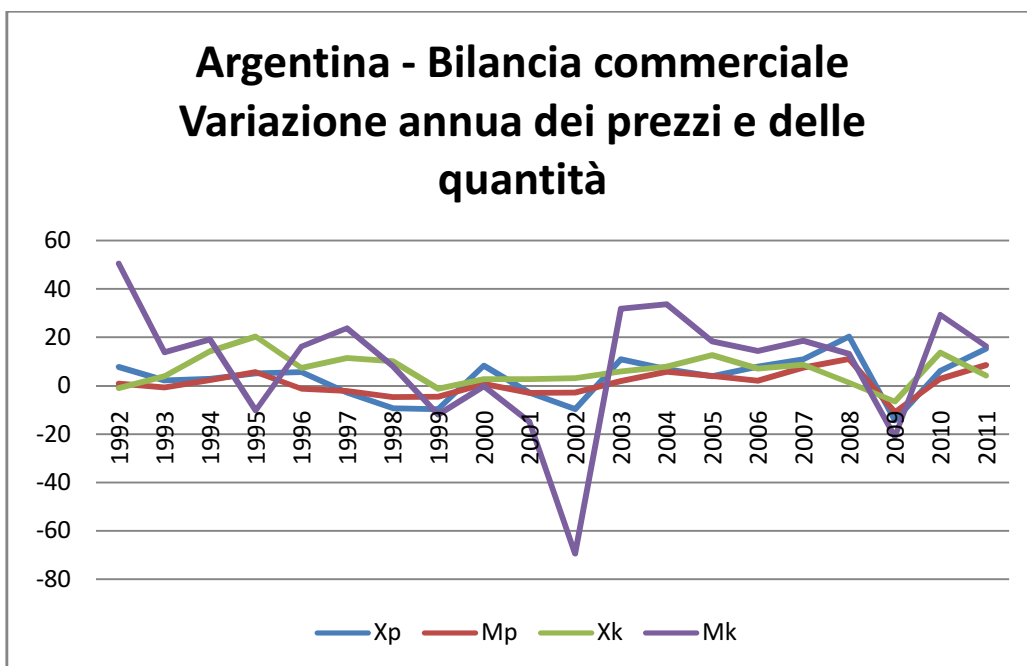


Fig. 3: Variazione annua dei prezzi e delle quantità import – export

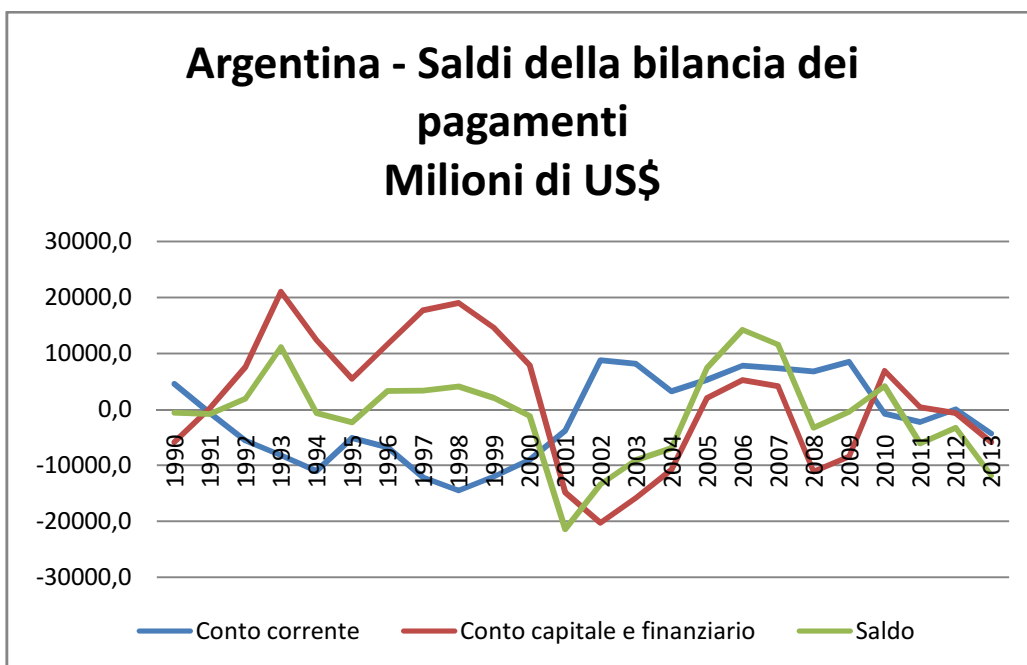


Fig. 4: Saldo della bilancia dei Pagamenti argentina dal 1990 al 2013

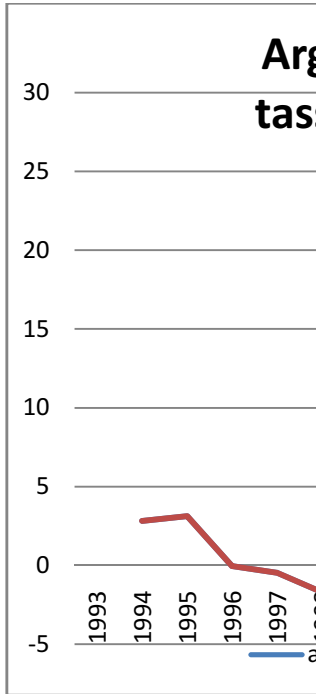


Fig. 5: Deflatori del PIL, ta

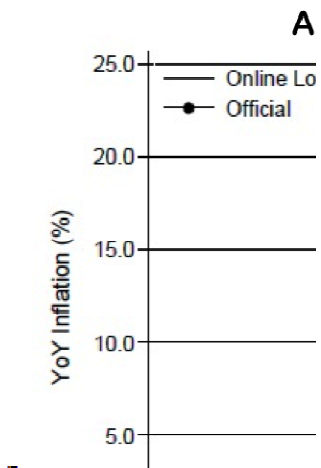
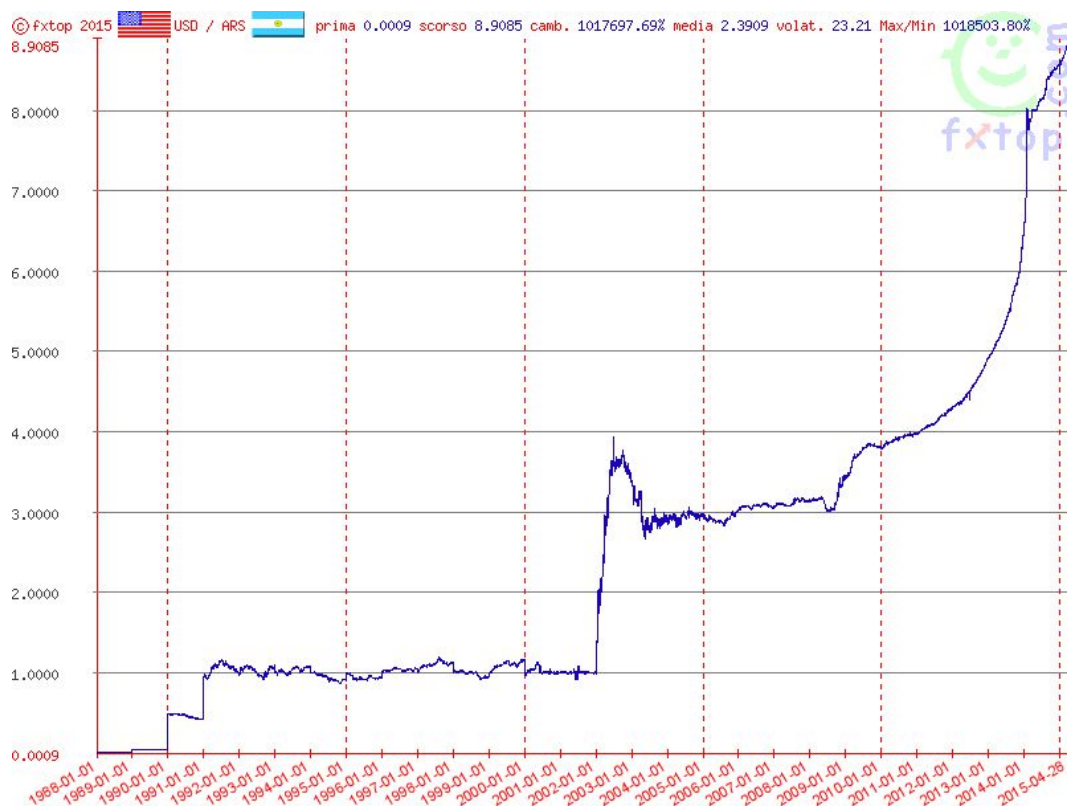


Fig. 6: Inflazione annua arg



**Fig. 7: Grafico temporale che illustra l'evoluzione del tasso di cambio dollaro-peso argentino nel periodo 1988 – 2015. Fonte: fxtop.com**

Il grafico della Fig. 1 illustra molto bene l'andamento del tasso di cambio tra peso argentino e dollaro statunitense dalla fine degli anni ottanta fino ai giorni nostri. Analizziamolo nel dettaglio.

Nel 1991, la Legge di Convertibilità fissò la parità del tasso di cambio peso argentino – dollaro statunitense in 1:1. Dall'aprile del 2002 si adotta un regime cambiario flessibile come conseguenza dell'impossibilità di continuare a mantenere questa parità di tassi di cambio. Alla fine del 2002 il peso si deprezzò rispetto al dollaro del 220.3%. Quando la moneta di un Paese si deprezza,

significa che si richiede più moneta nazionale per comprare un'unità monetaria del Paese con la moneta forte. Come già detto, prima dell'abbandono del regime della cassa di conversione, era necessario un peso per comprare un dollaro (periodo 1991- inizio 2002). Nel 2005, un dollaro si comprava con 2.92 pesos argentini e nel 2006 erano necessari 3.07 pesos per comprare un dollaro statunitense.

Quando la moneta forte soffre un apprezzamento succede il contrario e si può dire che il tasso di cambio diminuisce. Questo è quello che è successo ad esempio all'economia messicana, che rafforzò la sua moneta rispetto al dollaro e dall'averne una parità di Mex\$10.5 per dollaro, scese a Mex\$9.8 nel settembre del 2008. Per il mercato, la moneta messicana si era rafforzata troppo e con la coincidenza della crisi finanziaria statunitense, si scatenò un'onda speculativa che provocò grandi svalutazioni.

Durante la crisi mondiale del 2008–2009, il peso argentino era arrivato a deprezzarsi del 18.9%. Dal grafico si evince che, dopo la crisi che colpì l'Argentina nel 2009, il peso si svalutò rispetto al dollaro molto rapidamente, arrivando in soli quattro anni a quello che oggi approssimativamente è il cambio, 8.5 pesos per dollaro.

### **III.2 FLUTTUAZIONE AMMINISTRATA IN ARGENTINA, 2002 – 2008**

L'Argentina abbandonò formalmente il tasso di cambio 1 a 1 con il dollaro nel gennaio del 2002, nel bel mezzo di una grave crisi economica e politica. Le autorità inizialmente mirarono a controllare le fuoriuscite di capitali e a stabilizzare il mercato degli scambi esteri introducendo un sistema di tassi di cambio doppi, ma la strategia fu subito abbandonata in favore di un sistema di cambi fluttuanti. In una situazione di alta incertezza economica e politica, dove la Banca Centrale stava esaurendo le riserve di valuta estera, il tasso di cambio nominale salì alle stelle, raggiungendo un picco vicino ai 4 pesos per un dollaro nel luglio del 2002. Data la diffidenza nelle banche (dovuta alla crisi bancaria) e nella Tesoreria (dovuta al default), la depressione economica e l'inflazione sempre più alta generata dal deprezzamento del tasso di cambio nominale, il dollaro statunitense sembrò l'unica valuta sicura in cui detenere i propri risparmi. (Frenkel, Rapetti, 2010, *A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America*).

La stabilizzazione del mercato degli scambi esteri iniziò nel luglio del 2002. La Banca Centrale introdusse dei controlli negli scambi – includendo l'obbligo di cedere i proventi delle esportazioni superiori a un milione di dollari – e seguì un intervento più attivo, vendendo dollari statunitensi nel mercato. I tassi di cambio nominale e reale iniziarono entrambi a scendere. Nonostante questo apprezzamento, il tasso di cambio reale rimase a livelli molto competitivi. Nel giugno del 2003, quando il governo iniziò a intervenire attivamente nel mercato degli scambi esteri nella direzione opposta – ossia per contenere la pressione

dell'apprezzamento – il tasso di cambio reale multilaterale (o effettivo) era il 93% più alto rispetto al regime di convertibilità (1991 – 2001) e il 23% più alto rispetto alla media del periodo dal 1980 al 2001. La decisione di contenere la pressione dell'apprezzamento fu motivata dalla diagnosi ufficiale che diede al tasso di cambio reale stabile e competitivo (SCRER, dall'inglese Stable and Competitive Real Exchange Rate) un ruolo chiave per il recupero dell'output e dell'occupazione e per il miglioramento della bilancia esterna e fiscale.<sup>8</sup> Da allora, il governo iniziò gradualmente a fare più riferimenti espliciti riguardo l'importanza di preservare un tasso di cambio reale stabile e competitivo nella strategia economica ufficiale.

La Banca Centrale, comunque, non ha mai fatto una dichiarazione esplicita riguardo all'esistenza di un target per il tasso di cambio reale. Secondo le dichiarazioni ei documenti ufficiali, l'intervento permanente nel mercato degli scambi esteri era orientato verso l'accumulo di riserve internazionali con scopo precauzionale; cioè per proteggere l'economia dalla volatilità del mercato dei capitali internazionali (Redrado et al 2006). Dichiarazioni a parte, l'intervento congiunto della Banca Centrale e della Tesoreria nel mercato dei cambi controllò veramente il prezzo del dollaro in un range tra 2.8 e 3.1 pesos fino agli inizi del

---

<sup>8</sup>L'effetto positivo dello SCRER sui conti pubblici deriva dai proventi delle tasse sulle esportazioni tradizionali (agricole) introdotte all'inizio del 2002, che rappresentarono all'incirca il 2.3% del PIL, una grandezza quasi equivalente al 55% del surplus primario federale. Vedi Damill et al (2009).

2007. La fluttuazione nominale entro questo intervallo ha fatto sì che il tasso di cambio reale multilaterale (o effettivo) rimanesse stabile intorno a un livello di circa il 100% più alto della media registrata durante il regime di convertibilità. Anche il tasso di cambio reale bilaterale con il dollaro statunitense rimase relativamente stabile a livelli competitivi, anche se cominciò un leggero apprezzamento all'inizio del 2005.

La gestione della strategia di SCRER durante questo periodo non fu priva di sfide. Nel 2002, quando il Congresso approvò la legge che revocava il patto di convertibilità (il currency board, patto di convertibilità dollaro/peso argentino 1 a 1), il governo decise di mantenere l'indipendenza della Banca Centrale con il principale compito di perseguire una bassa inflazione. Dato che l'economia stava ancora assorbendo gli effetti della crisi e i mercati finanziari nazionali si erano ristretti significativamente, le autorità della Banca Centrale considerarono che i meccanismi di trasmissione monetaria dei tassi d'interesse fossero incerti e deboli. Invece di seguire un sistema di targeting per l'inflazione come gli altri Paesi dell'America Latina, optarono di seguire una politica più pragmatica basata su ampi obiettivi monetari quantitativi. Dal 2003 in poi, gli obiettivi furono annunciati all'inizio di ogni anno attraverso i programmi monetari della Banca Centrale, dove le autorità si impegnavano a mantenere gli aggregati entro un certo range. Sotto questo regime, gli obiettivi monetari erano destinati a operare, almeno in teoria, come ancoraggio nominale.



Un fatto stilizzato durante questo periodo fu che i limiti superiori degli obiettivi monetari terminarono, essendo sistematicamente più bassi rispetto all'espansione monetaria che risultava dagli interventi della Banca Centrale nel mercato degli scambi esteri per raggiungere lo SCRER. Dato che durante la maggior parte di questo periodo il mercato dei cambi operò con un eccesso di offerta di dollari, l'autorità monetaria riuscì a riconciliare gli obiettivi di politica grazie due strumenti. Con l'intervento nel mercato dei cambi, la Banca Centrale controllò il tasso di cambio nominale come mezzo per raggiungere l'obiettivo di SCRER. Con le operazioni di sterilizzazione nel mercato monetario, mantenne gli aggregati monetari entro i limiti preannunciati, al fine di fornire un ancoraggio nominale per le aspettative inflazionistiche dei settori privati.<sup>9</sup>

È spesso discusso che interventi sterili sono utili solamente per brevi periodi. Sono visti come strumenti transitori perché il costo della sterilizzazione tende ad aumentare con il tempo e pertanto a generare squilibri parafiscali.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup>Ispirata dall'esperienza cilena con l'*encaje*, il governo argentino introdusse i controlli dei capitali nel giugno del 2005. La normativa richiedeva che tutti gli afflussi di capitali – escludendo le emissioni di debito pubblico e privato, il finanziamento del commercio internazionale e gli investimenti esteri diretti – dovessero essere soggetti a un 30% di obbligo di riserva non retribuito per almeno un anno. L'introduzione dei controlli, comunque, non mostrò nessun evidente miglioramento nell'offerta di dollari nel mercato degli scambi esteri. L'implementazione lasciò aperte vie per evitare gli obblighi di riserva; per esempio, attraverso il mercato della borsa valori comprando attività nazionali all'estero e rivendendole in ambito nazionale.

<sup>10</sup>Una politica di sterilizzazione può essere sostenibile anche se il tasso d'interesse interno è moderatamente più alto di quello internazionale regolato dalla variazione del tasso di cambio. Per una precisa discussione sulle condizioni di sostenibilità, si veda Frenkel (2007).

Seguendo la strategia dello SCRRER, l'Argentina sperimentò uno dei più grandi episodi di crescita nella sua storia economica. Dalla metà del 2002 fino alla metà del 2008, l'economia crebbe a un tasso medio annuo dell'8.5%. Le condizioni esterne favorevoli – soprattutto gli alti prezzi internazionali delle merci agricole che il Paese esporta – furono importanti, ma spiegano solo una parte della performance economica. Fu l'espansione dell'intero settore produttivo (attività di esportazione e sostituti alle importazioni) che spinse in avanti l'economia in una rapida crescita.

Un aspetto negativo della performance economica di questo periodo fu l'inflazione, che cominciò ad accelerare nel 2005.<sup>11</sup> Parte dell'inflazione osservata era dovuta al graduale adeguamento di alcuni prezzi negoziabili alla svalutazione del 2002, che si stavano ancora aggiustando nel 2004 e 2005. Un altro fattore inflazionistico fu l'aumento globale dei prezzi delle materie prime, soprattutto nel 2007. Comunque, l'evidenza suggerisce che l'inflazione accelerò come un risultato endogeno derivante dalle condizioni stringenti del mercato del lavoro e dalla (troppo) rapida espansione della domanda nel settore dei servizi. La fase iniziale di rapida crescita (dalla metà del 2002 alla metà del 2004) avvenne in un contesto di forte sottoutilizzazione della capacità produttiva e dialta

---

<sup>11</sup> Il tasso di inflazione sull'indice dei prezzi al consumo (CPI, Consumption Prices Index) era del 6.1% nel 2004, 12.3% nel 2005 e 9.8% nel 2006. Nel gennaio del 2007 il governo introdusse dei controversi cambi metodologici sulla costruzione del CPI. Da qui, i dati ufficiali sono stati sistematicamente inferiori alle stime private. Per esempio, secondo la società di consulenza privata di Buenos Aires, il tasso di inflazione CPI dal 2007 al 2008 fu rispettivamente del 25.7% e 23%, mentre le stime ufficiali furono dell'8% e 7%.

disoccupazione e sottooccupazione nel mercato del lavoro. Come l'economia recuperò, gli investimenti aggregati reagirono con elevata sensibilità alla crescita economica. Quindi, fatta eccezione per alcuni particolari settori, la capacità produttiva rimase lontana dalla piena occupazione. Tuttavia, la riduzione della disoccupazione e della sottooccupazione, che passò dal 17.3% nel 2003 al 7.9% nel 2008, contribuì all'aumento dei salari nominali. In molti settori, ciò portò ad aumenti dei salari reali ben oltre la crescita della produttività. Per esempio, nel settore manifatturiero tra inizio 2003 e fine 2007, i salari nominali aumentarono del 175% mentre la produttività media per lavoratore salì di circa il 20%. Il costo medio nominale unitario del lavoro aumentò del 130%. Nello stesso periodo, i prezzi della manifattura all'ingrosso aumentarono del 50%.

Un aspetto che merita di essere menzionato riguardo all'accelerazione dell'inflazione è la mancanza di coordinazione nella politica macroeconomica. Dato che la politica monetaria e del cambio si concentrarono sul mantenimento di uno SCRER – che aveva lo scopo di portare l'economia su un sentiero di crescita elevata – la politica fiscale avrebbe potuto essere stata utilizzata per moderare la domanda aggregata quando sorsero le pressioni inflazionistiche. Al contrario, la spesa pubblica crebbe ben al di sopra dell'incremento delle entrate fiscali a partire dal 2006, e ciò si tradusse in un impulso fiscale a una domanda aggregata già in rapida crescita.

Parallelamente all'accelerazione dell'inflazione, dagli inizi del 2007 la gestione della politica economica subì un graduale peggioramento. Il riconoscimento generale che il governo stava manipolando il CPI (e più tardi altre statistiche ufficiali) ha innescato un processo di fuga di capitali a partire dal 2007. Le obbligazioni sovrane emesse in valuta nazionale durante la ristrutturazione del debito del 2005 ebbero una clausola di indicizzazione all'inflazione CPI. La manipolazione dell'indice fu percepita come una sorta di default dalla comunità finanziaria internazionale. Il premio di rischio argentino tornò rapidamente ai livelli pre-ristrutturazione (attorno ai 2000 punti base), dopo aver raggiunto i 200 punti base nel 2006. Un altro episodio problematico successe durante la prima metà del 2008, quando il governo finì in una accesa disputa con il settore agricolo riguardo al livello delle aliquote fiscali sulle esportazioni agricole. La proposta ufficiale di aumentare le aliquote fiscali non ottenne l'approvazione del Parlamento. L'episodio erose la popolarità del governo e aggiunse nuove fonti di incertezza politica ed economica. Durante la disputa, il flusso di capitali si intensificò e dal momento che gli effetti della crisi dei mutui degli Stati Uniti aveva raggiunto i mercati emergenti, l'economia cominciò già a mostrare segni di recessione.



**CAPITOLO IV**

**MEZZI DI CONTROLLO ADOTTATI ED EFFETTI SULLA BILANCIA**

**COMMERCIALE E SULLE POLITICHE DELLE IMPRESE**

**ESPORTATRICI E IMPORTATRICI.**

I mezzi di controllo applicati in Argentina in questo campo sono molteplici e non proprio chiari, tanto che reperire informazioni su di essi non è quasi mai semplice.

#### **IV.1 I tassi di cambio multipli in Argentina**

La prima cosa che ci indirizza sulle politiche adottate per controllare i tassi di cambio multipli, sono i tassi di cambio stessi. I più comuni sono i seguenti:

- **Dollaro ufficiale:** è il tasso di cambio vigente per il commercio estero, fissato dal governo. Rappresenta il punto di riferimento per supplementi, ritenzioni, ecc. Fisicamente non esiste.
- **Dollaro risparmio:** può essere comprato dagli individui, in una percentuale calcolata sui redditi mensili degli stessi, per un massimo di 2000\$. Se si deposita in banca per un anno, non ci sono trattenute aggiuntive. Se si ritirano dalla banca in contanti viene trattenuto il 20% come imposta sul reddito (Fig. 8).

BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA ARGENTINA GERENCIA DE EXTERIOR Y CAMBIOS ESPECIE: B		MERCADO LIBRE DE CAMBIOS VENTA DE CAMBIO A CLIENTE		F. CONCERTACIÓN 23 09 2014		F. LIQUIDACIÓN 23 09 2014		NÚMERO DE BOLETO 5497013	
ENTIDAD BANCO MACRO S.A.						CÓDIGO DE ENTIDAD 285			
DOMICILIO LEGAL DE LA ENTIDAD SARMIENTO 447 (C1041AAI) CAPITAL FEDERAL				CUIT DE LA ENTIDAD 30-50001008-4		INGRESOS BRUTOS DE LA ENTIDAD 901-865589-2			
SOLICITANTE [REDACTED]						CUIT/CUIL/CDI (*) 20-13476187-4			
DOMICILIO [REDACTED]				CÓDIGO POSTAL 3000		CÓDIGO PAÍS ORIG.		F. DE INGRESO	
CONCEPTO DE LA OPERACIÓN COMPRA PARA TENENCIA DE BILLETES EXTRANJEROS EN EL PAIS				CÓDIGO DE CONCEPTO 856		FECHA DE EMBARQUE (**)			
INSTRUMENTO VENDIDO 01 BILLETE		INSTRUMENTO RECIBIDO 07 DEBITO BANCARIO		CÓDIGO DE MONEDA USD		IMPORTE 1,200.00		TIPO DE CAMBIO 8.4800	
IMPORTE EN PESOS PESOS DIEZ MIL CIENTO SETENTA Y SEIS CON 00/100 CENTAVOS						IMPORTE EN PESOS 10,176.00			
BENEFICIARIO DEL EXTERIOR						CUENTA Nº			
DOMICILIO						CÓDIGO DE PAÍS			
BANCO RECIBIDOR DEL EXTERIOR						CÓDIGO SWIFT			
<p align="center"><b>AFIP Percepción RG 3583 - Adelanto Ganancias (demás contribuyentes) o Bienes Personales (Monotributo) (20% s/ \$ 10,176.00): \$2,035.20</b></p> <p align="right">*** TOTAL A DEBITAR: \$12,211.20</p> <p>DECLARO BAJO JURAMENTO QUE: 1) LAS INFORMACIONES AQUÍ CONSIGNADAS SON EXACTAS Y VERDADERAS; 2) QUE CONOZCO LA NORMATIVA REFERENTE AL RÉGIMEN PENAL CAMBIARIO ASÍ COMO LA EMITIDA POR EL BCRA EN LA MATERIA Y LA CORRESPONDIENTE A LA UNIDAD DE INFORMACIÓN FINANCIERA; 3) CON LA PRESENTE NO EXCEDO LOS LÍMITES MÁXIMOS MENSUALES FIJADOS POR DICHAS NORMAS; 4) HE CUMPLIDO DE CORRESPONDER CON LAS PRESENTACIONES DEL RÉGIMEN DE DECLARACIÓN DE DEUDA EXTERNA DE LA COM 'A' 3602 Y COMPLEMENTARIAS; 5) NO REGISTRO DEUDAS VENCIDAS E IMPAGAS CON EL EXTERIOR Y 6) SEGUN COM. 'A' 5085 Y COMPL. DEL BCRA, DECLARO QUE CON ESTA OPERACIÓN NO HE ADQUIRIDO, EN EL CONJUNTO DE ENTIDADES FCIERAS, AUTORIZADAS A OPERAR EN CAMBIOS:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- MÁS DE USD 20.000, QUE ME INHABILITARÍAN PARA COMPRAR EN EFECTIVO.</li> <li>- MÁS DE USD 250.000 EN EL PRESENTE PERÍODO ANUAL.</li> </ul> <p>COC EMITIDO POR LA AFIP NRO:848413192633</p>									
Firma						Aclaración y Nº de documento			
Certificamos que la/s firma/s que anteceden concuerdan con la/s registrada/s en nuestros libros.									
Fecha						Firma y Sello			
FORMA DE PAGO EFECTIVO			FORMA DE COBRO Débito en Cuenta Cuenta: 453203232634420			ESTADO PENDIENTE			

Fig.8: Modulo per la richiesta dei dollari risparmio. Fonte: Banco Macro.



- **Dollaro informale:** fa parte di un mercato parallelo abbastanza contenuto, è illegale e non regolamentato. Le aspettative su questo tasso derivano dall'offerta e dalla domanda.
- **Dollaro carta:** questo tasso viene applicato per acquisti all'estero con carta di credito, di debito o tramite internet. Se l'operazione viene autorizzata (ci sono sempre molti inconvenienti sul funzionamento delle carte argentine all'estero), viene applicata una sovrattassa del 35% come imposta sul reddito.
- **Dollaro ricevuto con liquidazione:** “Il primo passo è avere pesos bianchi con i quali si comprano buoni denominati in dollari (Boden 15, Bonar 17, Bonar 24) o azioni quotatea Buenos Aires e a New York (Bancos Macro, Galicia e, soprattutto, YPF). Il passo due è mantenere questi buoni nel portafogli almeno 72 ore. Poi la regolamentazione vigente, redatta dalla Commissione Nazionale dei Valori, permette di trasferire questi titoli in un conto all'estero, e da li di venderli in cambio di dollari. I dollari ottenuti rimangono depositati fuori dal Paese. Dalla relazione tra il prezzo in pesos che si paga inArgentina e i dollari che si ottengono fuori, deriva il prezzo del dollaro “ottenuto con liquidazione” (*contado con liqui, ndr*). Alla data del 9/10/2014, si pagavano 1,395 pesos per ogni Boden 15 e si rivendeva a

0,93 dollari. Da questa relazione deriva un prezzo di 15 pesos per dollaro con questo tasso di cambio”.<sup>12</sup>

- **Dollaro borsa:** l’operazione è simile al dollaro *contado con liqui*, ma si realizza interamente nel mercato locale. Il buono si compra in pesos e dopo 72 ore si può vendere per dollari. Tutto ciò si verifica all’interno della Borsa di Comercio di Buenos Aires. I dollari ottenuti si depositano nel conto che l’investitore ha aperto in una banca locale. Da qui il MEP: i dollari circolano tramite il Mercato Elettronico dei Pagamenti”.<sup>13</sup>
- **Dollaro soia:** si calcola sottraendo al dollaro ufficiale il 35% di ritenzioni.
- **Dollaro grano, dollaro mais, dollaro “derivati della soia”.**

#### **IV.2 Cronologia delle restrizioni cambiarie in Argentina (fonte: AFIP)**

**30/10/2011:** “Programma di Consulta delle Operazioni Cambiarie” che si implementò grazie alla *Resolución General 3210/11* AFIP:

“Tutti gli enti devono chiedere permesso all’AFIP (Administración Federal de Ingresos Públicos) riguardo qualsiasi operazione che solleciti un cliente, indipendentemente dall’ammontare. Sarebbe a dire, il compratore dichiara l’ammontare che desidera comprare e il suo numero di CUIL (Código Único de

---

<sup>12</sup>[http://www.ieco.clarin.com/economia/dolar-paralelo-MEP-contado\\_con\\_liqui-cristina-conspiracion\\_0\\_1222078070.html](http://www.ieco.clarin.com/economia/dolar-paralelo-MEP-contado_con_liqui-cristina-conspiracion_0_1222078070.html)

<sup>13</sup>[http://www.ieco.clarin.com/economia/dolar-paralelo-MEP-contado\\_con\\_liqui-cristina-conspiracion\\_0\\_1222078070.html](http://www.ieco.clarin.com/economia/dolar-paralelo-MEP-contado_con_liqui-cristina-conspiracion_0_1222078070.html)

Identificación Laboral) o CUIT (Código Único de Identificación Tributaria); con questi dati il venditore realizza una consulta online e l'agenzia di raccolta informa se chi sta domandando è abilitato per comprare o no”.

**11/11/2011:** Il BCRA (Banco Central de la República Argentina) approvò la Comunicazione A5246 a proposito de *l'integrazione minima giornaliera in moneta straniera e contante minimo*, che ha l'obiettivo di facilitare l'offerta di dollari da parte degli enti finanziari per rispondere alla domanda dei loro clienti.

**13/12/2011:** La Banca Centrale della Repubblica Argentina (BCRA) informò gli enti bancari che, a partire da giovedì 15 dicembre 2011, dovevano inviare un “dettaglio” con tutte le operazioni relazionate con l'acquisto di dollari per i “prossimi dieci giorni lavorativi”. Tutte le imprese che dovranno comprare dollari e girarli all'estero come distribuzione di utili, dovranno avere l'approvazione della Banca Centrale.

**12/03/2012:** Limitazioni sui prelievi da sportelli bancomat all'estero. Su richiesta della circolare Camex 1-693, per il Mercato unico e libero dei cambi, si informò che i prelievi di moneta straniera con carte di debito locali da sportelli bancomat, dovevano essere effettuati con debito a conti locali del cliente in moneta straniera.

**09/05/2012:** Limitazioni sull'acquisto di "dollari risparmio" al 20% del reddito. L'Amministrazione Federale degli Ingressi Pubblici (AFIP), ridusse il limite d'acquisto che il pubblico ha per comprare dollari. Prima gli interessati erano autorizzati a destinare fino al 40% dello stipendio per l'acquisto di divisa straniera.

**15/06/2012:** scompare l'opzione di poter comprare dollari risparmio. "Coloro che vorranno consultare nella pagina web dell'AFIP se sono autorizzati a comprare dollari troveranno tre nuove opzioni: viaggi all'estero, acquisizione di beni e altre destinazioni. Chi voleva giustificare l'acquisto di moneta statunitense per risparmiare non ne ha più la possibilità." (Fig. 9 e 10)

**05/07/2012:** La Comunicazione A5318 della BCRA ha sospeso a tempo indeterminato l'acquisto di moneta straniera per tesaurizzazione.

**14/07/2012:** Pensioni straniere. Coloro che ottengono benefici da altri Paesi non possono rimanere in possesso della moneta d'origine.

**10/08/2012:** Risoluzione generale 3378 AFIP. Limitazioni per la vendita di dollari statunitensi ai turisti. È permessa l'autorizzazione della divisa una settimana prima del viaggio e solo nella moneta del paese di destinazione.

In pratica, previa autorizzazione dell'AFIP, i turisti che oltrepassano le frontiere argentine potranno disporre all'incirca di 80USD per ogni giorno di permanenza all'estero. Qualsiasi altro cambio per tesaurizzazione è vietato.

Per poter comprare le divise, i richiedenti dovranno presentare informazioni a proposito del viaggio che stanno per realizzare e i giorni di permanenza all'estero. In caso di cancellazione del viaggio il contribuente dovrà restituire i fondi entro i 5 giorni lavorativi successivi. I rinvii di date per più di 10 giorni verranno considerati come cancellazione del viaggio.

**31/08/2012:** Risoluzione generale 3378 AFIP. Maggiorazione del 15% per acquisti con carta di credito all'estero. Si considera come pagamento per conto di altre imposte.

**Usuario:** xxxxxxxxxxxxxxxx  
**Empresa:** xxxxxxxxxxxxxxxx  
**Fecha y Hora de Consulta:** 03/12/2014 17:00

**N° de Referencia:** 14xxxxxxxxxxxxxx S  
**Estado:** Cumplida

Datos del Viaje	
CUIT Titular:	27xxxxxxxx 4
Nombre Titular:	xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx NORA
Fecha de Emisión:	01/07/2014 20:29
El Titular es Profesional con Título Habilitante:	SI
Pais de Destino Referente:	REINO UNIDO
Países de Escala:	BRASIL
Motivo del Viaje:	Turismo
Fecha de Salida:	04/07/2014
Fecha de Regreso:	17/07/2014

Medio de Transporte	
Medio de Transporte por el que egresa del Pais:	Avión
Número de Vuelo:	8131
CUIT Medio de Transporte:	30707453725
Nombre Medio de Transporte:	TAM
CUIT Operador Turístico:	
Nombre Operador Turístico:	

Plan de Pago	
Costo Total del Viaje en Pesos:	
Forma de Pago:	
Cantidad de Cuotas:	
Fecha de Vencimiento de la última Cuota:	

NÓMINA DE PASAJEROS							
Nº de Fila	Fecha de Nacimiento	CUIT / CUIL / CDI	Tipo de Documento	Nº de Documento	Nombre y Apellido	Nº de Reserva o Ticket Electrónico	Informado
1	24/11/1956	27xxxxxxxx 4	DNI	xxxxxxx	xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx NORA		SI

Cantidad Solicitada para Adquisición de Divisas	
Monto Solicitado en Pesos:	7000.00
Monto Validado en Pesos:	7000.00

Fig. 9: Modulo contenente i dati per richiedere dollari statunitensi a scopo di viaggio.



VIAJES Y TURISMO

Solicitud Generada Exitosamente	
CUIT:	27 xxxxxxxx 4
Razón Social:	xxxxxxxxxxxxxxxxxxxxx NORA
Destino:	REINO UNIDO
Moneda Extranjera:	Dólar ESTADOUNIDENSE *
Vigencia Hasta:	04/07/2014
Nº de Referencia:	14xxxxxxxxxxxxxxxx S
Monto Validado en Pesos:	7000.00

El Banco utilizará el Tipo de Cambio del día en que se efectúe la operación.

**Fig. 10: Modulo di conferma del possesso di dollari a scopo di viaggio.**

**01/09/2012:** Risoluzione generale 3375 AFIP. Maggiorazione del 15% per acquisti con carta di debito o tramite internet.

**11/03/2013:** La maggiorazione per acquisti con carta di credito passa dal 15% al 20%.

Dopo queste restrizioni cambiarie, la situazione stava sfuggendo di mano all'Argentina. Tra la fine del 2013 e l'inizio del 2014, non solo il cambio blue su stava impennando<sup>14</sup>, ma cominciavano anche a scarseggiare le riserve della Banca

<sup>14</sup>Con questa impennata del cambio parallelo, molte imprese cominciarono a sovrappagare le importazioni e sottopagare le esportazioni, in modo da pagare meno imposte e tasse alla dogana

Centrale. Il settore privato, non potendo contare per le loro operazioni commerciali sul dollaro *contado con liqui* o sul dollaro borsa, doveva per forza di cose operare nel mercato informale, facendo quindi riferimento al dollaro parallelo. Quanto più si ampliava il gap tra dollaro ufficiale e dollaro parallelo, maggiore era la pressione per ottenere divise dal Governo, la cui unica provenienza erano le riserve della Banca Centrale.

Questo processo fu detenuto tramite un insieme di misure il 27 gennaio del 2014, portando la quotazione del dollaro a 8 pesos per dollaro, quindi svalutandolo, e elevando i tassi di interesse per i buoni della Banca Centrale. Non si alleggerirono i controlli alle importazioni né quelli della vendita di divise per il pagamento dei dividendi, turismo e altri servizi, però sorprendentemente venne data la possibilità di comprare dollari al cambio ufficiale per tesaurizzazione.

### **IV.3 Misure di controllo adottate.**

La dogana è l'organo di applicazione del Regime Tariffario e delle Proibizioni per ciò che concerne le importazioni e esportazioni di merci. Le proibizioni sono stabilite dal Congresso mediante leggi o tramite il potere

---

e ottenere un maggior profitto commercializzando i prodotti acquistati all'estero all'interno del paese. Il governo istituì quindi una serie di controlli, e il primo nome che resero pubblico di un'azienda che stava agendo in questo modo fu quello della multinazionale Procter&Gamble, che si scoprì avere una lista di 2600 operazioni illegali.



Esecutivo Nazionale su sollecitazione dei seguenti organismi: Segreteria di Commercio, SENASA (Servicio Nacional de Sanidad), Flora e Fauna, etc.

Il commercio estero e l'operativa doganale, negli articoli dal 608 al 612, classificano le proibizioni a seconda delle loro finalità e scopo:

**Finalità:**

- Economiche: sono proibizioni stabilite, ad esempio, per:

1. Assicurare un reddito adeguato per il lavoro nazionale o combattere la disoccupazione;
2. Proteggere i diritti di proprietà intellettuale, industriale o commerciale;
3. Promuovere, proteggere o conservare attività nazionali produttive di beni o servizi;
4. Stabilizzare i prezzi interni;
5. Soddisfare necessità di finanza pubblica;
6. Etc.

- Non economiche: sono proibizioni stabilite per:

1. Sicurezza pubblica o difesa nazionale;
2. Politica internazionale;
3. Salute pubblica;
4. Politica alimentare, sanità animale o vegetale;
5. Conservazione di specie animali e vegetali;
6. Protezione del patrimonio artistico, storico, archeologico o scientifico;

7. Preservazione dell'ambiente, conservazione delle risorse naturali e prevenzione della contaminazione;
8. Etc.

**Scopo:**

- Proibizioni assolute: impediscono a tutti l'importazione di specifiche merci, ad esempio specie di flora e fauna protette, residui tossici che possano compromettere la salute pubblica, etc.
- Proibizioni relative: prevedono eccezioni a favore di una o più persone. Fanno parte di questa categoria, ad esempio, vestiti usati, droghe o psicofarmaci, etc.

Quindi, il regime delle proibizioni ha due grandi gruppi di obiettivi. Da un lato ci sono le proibizioni economiche che hanno influenza sull'attività economica del Paese, cercando di preservare l'industria nazionale, il lavoro, combattere la disoccupazione e proteggere i diritti di proprietà intellettuale.<sup>15</sup>

Dall'altro lato ci sono le proibizioni non economiche. In questo gruppo, le proibizioni riguardano la sicurezza, la salute pubblica e la preservazione dell'ambiente. Si trovano proibizioni ad esempio per l'esportazione di beni culturali, pezzi archeologici, flora e fauna autoctona in via di estinzione. Bisogna

---

<sup>15</sup> Ad esempio, è proibita l'importazione di veicoli usati perché pregiudica l'industria nazionale (questo deriva da un accordo all'interno del MERCOSUR).

specificare che esistono organismi che valutano – solo in certi casi – se è possibile autorizzare l'importazione di questi beni. L'importazione di residui o scarti industriali è comunque sempre proibita perché potrebbero compromettere l'ecologia e l'ambiente.

Si stabilì a partire al 2011 un politica di restrizione di carattere economico secondo la quale si sollecita, per ciascuna importazione, una Declaración Jurada Anticipada de Importación (DJAI) [fig. 11]. Questo strumento, è articolato dalla segreteria di commercio interno, dipendente dal Ministero dell'Economia e delle Finanze Pubbliche. Questa dichiarazione deve essere presentata prima dell'importazione. Una volta autorizzata, l'impresa può ufficializzare l'importazione. Per i sotto-regimi sospensivi delle importazioni (Temporale, Transitorio e di Vagliatura) non è necessario presentare la DJAI, poiché la merce non entrerà definitivamente nel territorio doganale.

<b>AFIP</b>		<b>SUBREGIMEN: DECLARACION JURADA ANTICIPADA DE IMPORTACION</b>				<b>1</b>	
Aduana EZEIZA		Oficialización 21/08/2014	Año / Ad. / Tipo / N°Reg. / DC 14 073 DJAI xxxxxxxx K		Fojas 1 de 1		
Importador / Exportador ..... S.A. (IVA INS: SI)		CUIT N° 30-xxxxxx-9	Despachante de Aduana ..... MANUEL		CUIT N° 20-xxxxxx-1		
Agente de Transporte Aduanero		CUIT N°	Vendedor				
Via		Documento de Transporte		Identificador Manifiesto		Nombre del Transporte	
Bandera	Puerto de Embarque Pais dest.: *****		Fecha Arribo	Marcas y Números			
Embalaje	Total Bultos 0	Peso Bruto 0,000	Depósito	Vto. Embarque	Plazo	Motivo / N° Autorización	
Aduana Destino / Salida		Cond. Venta	FOB Total 52.500,00	Divisa DOL	Flete Total 2.100,00	Divisa DOL	
Seguro Total 150,00		Divisa DOL	GARANTIAS N°:				
Información Complementaria Cotiz = 8,223000 DJAI-FECHA-GIRO = 01/10/2014 DJAI-PORCEN-GIRO = 100 DOMICIL.ESTABLEC = RUTA 1							
Peso Guía = 0,000							
N° Item 0001	Tipo N	Posición SIM / Código AFIP 2937.23.99.290D		NALADISA / GATT	Lista	Estado NUEVO SIN USO IMPORTADO	
Total Kg. Neto 150,0000		Origen Pais / Provincia CHINA		Pais de Procedencia / Destino CHINA	Unidad / Estado KILOGRAMO	Cantidad Unidades Estadísticas 150,00	
Información Adicional							
DJAI-DESC-MERC01 = PROGESTERONA DJAI-FECHA-ARRIB = 17/10/2014 DJAI-FECHA-EMBAR = 15/10/2014							
<b>DECLARACION DE LA MERCADERIA</b>						a) Opciones / b) Ventajas	
Los demás Progestógenos Los demás Los demás --Estrógenos y progestógenos -Hormonas esteroideas, sus derivados y análogos estructurales: HORMONAS,PROSTAGLANDINAS, TROMBOXANOS Y LEUCOTRIENOS, NATURALES O REPRODUCIDOS POR SINTESIS; SUS DERIVADOS Y ANALOGOS ESTRUCTURALES, INCLUIDOS LOS POLIPEPTIDOS DE CADENA MODIFICADA, UTILIZADOS PRINCIPALMENTE COMO HORMONAS.						c) Opciones a nivel general c) DJAI-URGENTE-TXT = NO DJAI-GIRO-DIV-OPC = CGDANT	
AA(SIN MARCA) = MARCA AI(SIN CODIGO) = CODIGO DE PRODUCTO O ARTICULO AJ(TAMBORES X 25 KG) = PRESENTACION CA01 = CALIDADES DE PUREZA SEGUN NORMAS DE PUBLICO CONOCIMIENTO (FARMACOPEA, ANALITICAS, ALIMENTARIAS, ETC) CB00 = Ninguno							
Unitario en Divisa 350,00000		Unidad KILOGRAMO	Cantidad Unidades 150,00	Ajuste a Incluir en Divisa 0,00	Ajuste a Deducir en Divisa 0,00		
FOB Total en Divisa 52.500,00		FOB Total en Dólar 52.500,00		Valor en Aduana en Divisa 52.500,00	Valor en Aduana en Dólar 52.500,00		
Precio Of Unit/Der Especifico 0,00	Unidad	Coef. / Cant. Unidades		Base IVA / Ganancias en Dólar	Base Impuestos Internos en Dólar		
Documentos a Presentar				Insusos Import. Temporar. en Dólar 0,00	Insusos Import. a consumo en Dólar		
				Valor para Reintegros en Dólar			
<b>DEL ITEM</b>			<b>CONCEPTOS</b>	<b>TOTAL</b>			
Porc.	P / G / C	Importe		P / G / C	Importe		
PAGADO					0,00		
GARANTIZADO					0,00		
A COBRAR					0,00		
CANAL ASIGNADO				OFICIALIZADO 21/08/2014 12:38:06		PAGADO	0,00
				Firma y Sello Despachante de Aduana		GARANTIZADO	0,00
U.T.V.V.						A COBRAR	0,00

Fig. 11: DJAI, Declaración Jurada Anticipada de Importación.

#### **IV.4 Conseguenze per la Bilancia Commerciale.**

Nel 2014 l'Argentina ha registrato un surplus nella sua bilancia commerciale di 5.032,7 milioni di euro, l'1,45% del suo PIL, inferiore al surplus raggiunto nel 2013, di 6.794,7 milioni di euro, ossia il 2,05% del suo PIL. Questa variazione si ebbe in conseguenza ad una riduzione delle esportazioni in Argentina e un aumento delle importazioni.

Se prendiamo come riferimento la Bilancia Commerciale rispetto al PIL, nel 2014 l'Argentina ha peggiorato la sua situazione, scendendo dal 42° posto che occupava nel 2012, alla posizione numero 48 di questo ranking.

Considerando l'evoluzione del saldo della Bilancia Commerciale argentina negli ultimi anni, il surplus è sceso rispetto al 2013 come già accennato. La stessa cosa successe nel 2004, quando il surplus scese dal 10,3% al 6,67% del PIL.

Queste misure, non riuscirono a incrementare il surplus, ma piuttosto frenarono l'aumento delle importazioni, accentuato dalla diminuzione delle esportazioni.

Nella figura 12 si può notare l'evoluzione nel tempo del saldo della Bilancia Commerciale in Argentina.

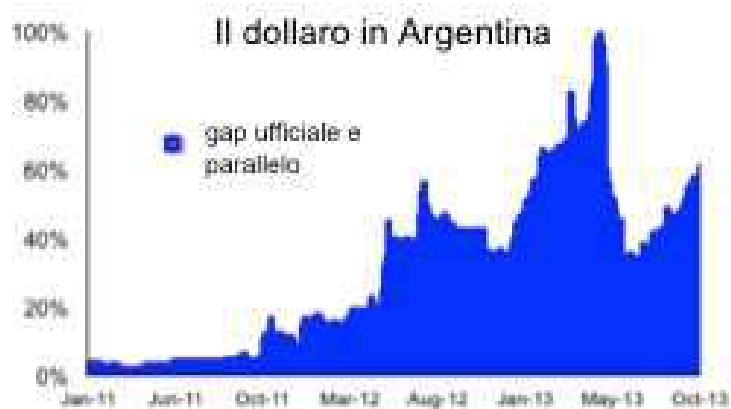
<b>Argentina - Balanza comercial</b>			
<b>Fecha</b>	<b>Balanza comercial</b>	<b>Tasa de cobertura</b>	<b>Balanza comercial % PIB</b>
2014	5.032,7 M.€	110,25%	
2013	6.794,7 M.€	112,19%	1,45%
2012	9.666,1 M.€	118,13%	2,05%
2011	7.192,5 M.€	113,54%	1,79%
2010	8.774,1 M.€	120,59%	2,52%
2009	12.106,6 M.€	143,54%	4,47%
2008	8.537,3 M.€	121,85%	3,11%
2007	8.079,4 M.€	124,77%	3,36%
2006	9.871,0 M.€	136,29%	4,72%
2005	9.374,1 M.€	140,65%	5,29%
2004	9.752,0 M.€	154,04%	6,67%
2003	13.907,4 M.€	213,72%	10,30%
2002	17.618,4 M.€	285,32%	14,24%
2001	6.948,4 M.€	130,63%	1,94%
2000	1.285,2 M.€	104,72%	0,35%
1999	-2.040,7 M.€	91,47%	-0,64%

**Fig.12: Bilancia Commerciale argentina (fonte: datosmacro.com)**

## CAPITOLO V

### IL RITORNO. QUALI POTREBBERO ESSERE LE MISURE DI POLITICA ECONOMICA PER TORNARE AL CAMBIO UNICO?

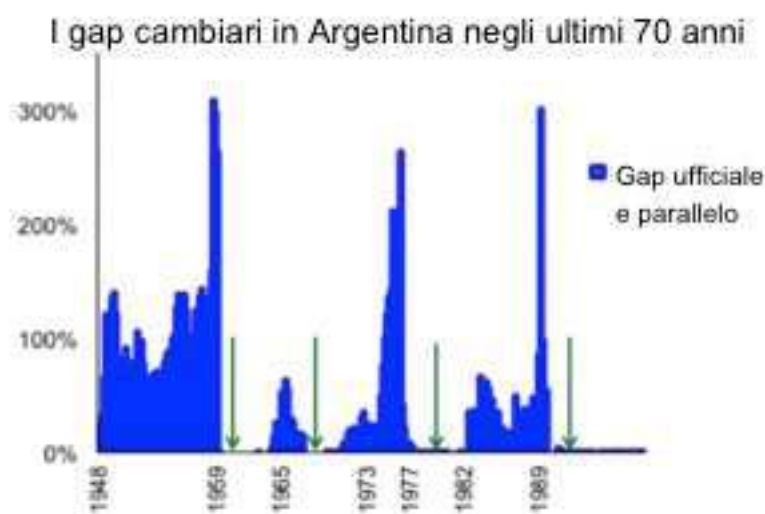
Lo scenario economico argentino presenta molteplici sfide: alto tasso di inflazione, pressioni nei mercati cambiari, squilibri fiscali e dei prezzi relativi, necessità di maggiori investimenti, alto e crescente divario di cambio (vicino al 70%) che costituisce uno dei fattori più importanti nell'influenzare negativamente le aspettative della gente e ridurre la crescita economica.



**Fig. 13: Divario tra il cambio ufficiale e parallelo in Argentina.**

Il fenomeno del gap cambiario non è nuovo in Argentina. Come si può notare alla Fig. 14, per gran parte degli ultimi 70 anni, l'Argentina ha

vissuto episodi simili di differente durata e magnitudine. Questo gap cambiario presto o tardi poté sempre essere eliminato, ma in tutti i casi richiese azioni concrete di politica economica.



**Fig. 14: I gap cambiari in Argentina dal 1948 al 1989.**

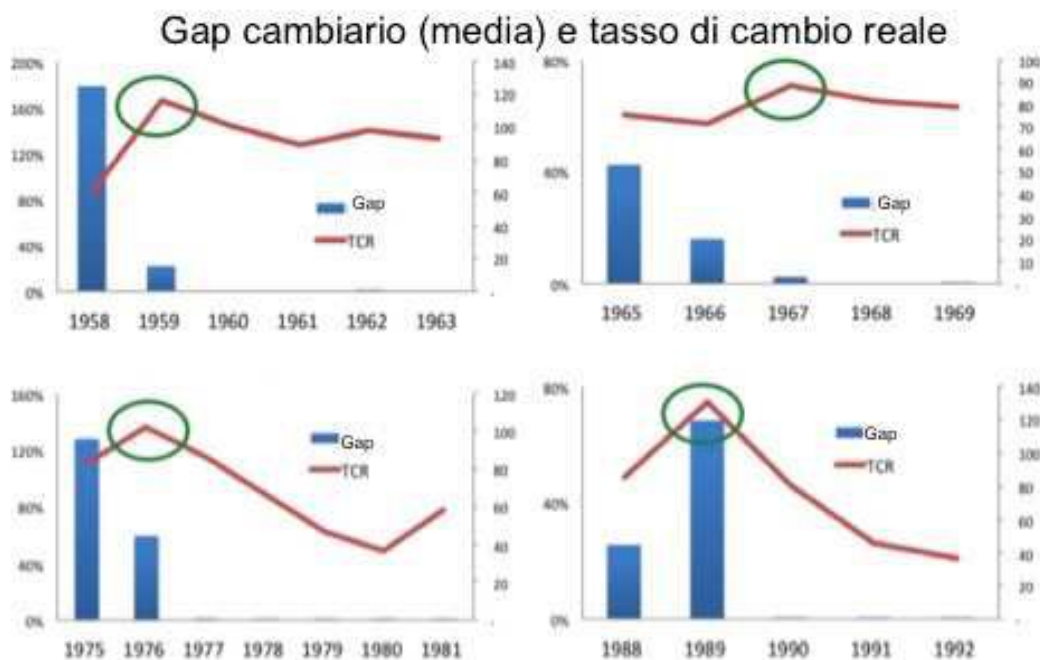
Tenendo in considerazione la presente congiuntura economica, è importante riguardare le esperienze passate che permisero l'eliminazione dei gap cambiari, in alcune occasioni, erano superiori a quelli attuali. Il gap cambiario è apparso in Argentina dovuto ai tentativi dei distinti governi di mitigare i processi inflazionistici ritardando il tasso di cambio reale con svalutazioni inferiori al ritmo di crescita dei prezzi (ancorando il valore del dollaro).



Prima o poi, questa politica finisce per generare perdite nelle riserve internazionali della Banca Centrale e quando questa dinamica comincia a essere importante, in molte occasioni le autorità monetarie hanno deciso di restringere la vendita di divise senza permettere che il tasso di cambio ufficiale fluttuasse fino al livello di equilibrio per timori inflazionistici.

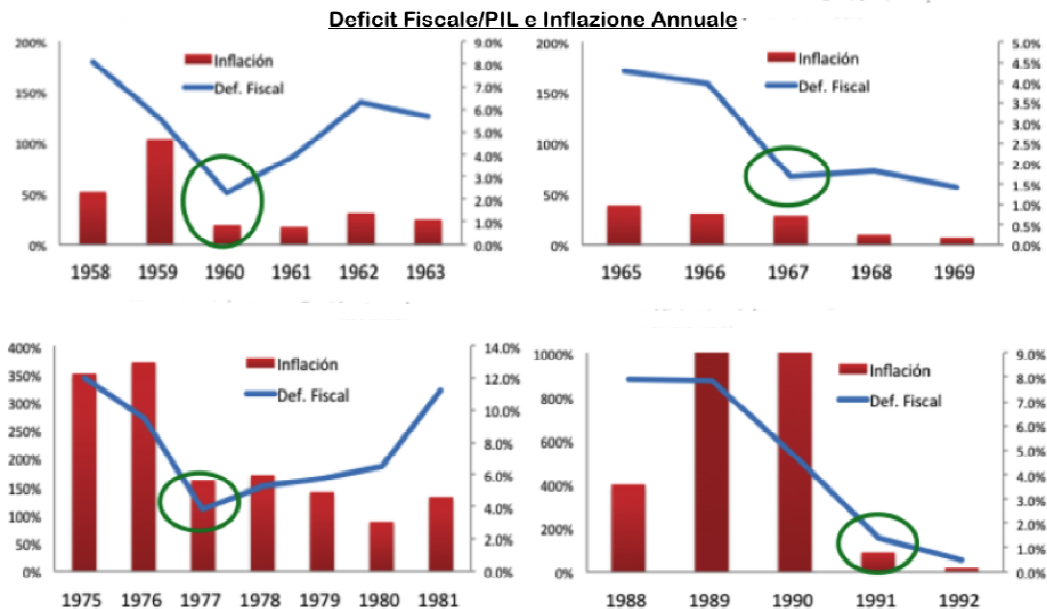
Questa minore vendita di divise, unita alla maggiore domanda di dollari (perché il tasso di cambio era considerato “economico”) e la mancanza di aggiustamenti nel tasso di cambio ufficiale, genera automaticamente la comparsa di un tasso di cambio marginale (dollaro nero, blue, parallelo, etc.) e quindi del gap cambiario.

Come si può notare dai seguenti grafici (Fig. 15), l’eliminazione del gap cambiario in Argentina è stata associata a una forte correzione del tasso di cambio reale. Chiaramente questo ha senso, perché, come detto prima, l’origine del problema cambiario generalmente si produsse per rallentamenti del tasso di cambio reale.



**Fig. 15: Gap cambiario e tasso di cambio reale argentini dal 1958 agli anni '90.**

Il miglioramento del tasso di cambio reale può sembrare semplice in teoria, ma la realtà non lo è, tanto che in numerose occasioni una maggiore svalutazione non sempre riesce a migliorare il tasso di cambio reale, poiché in molti casi la stessa si traduce in un maggiore tasso di inflazione. Per questo motivo, l'eliminazione del gap cambiario, oltre ad essere accompagnata da correzioni nel tasso di cambio reale è anche stata accompagnata da forti ribassi negli squilibri fiscali e nel tasso di inflazione.

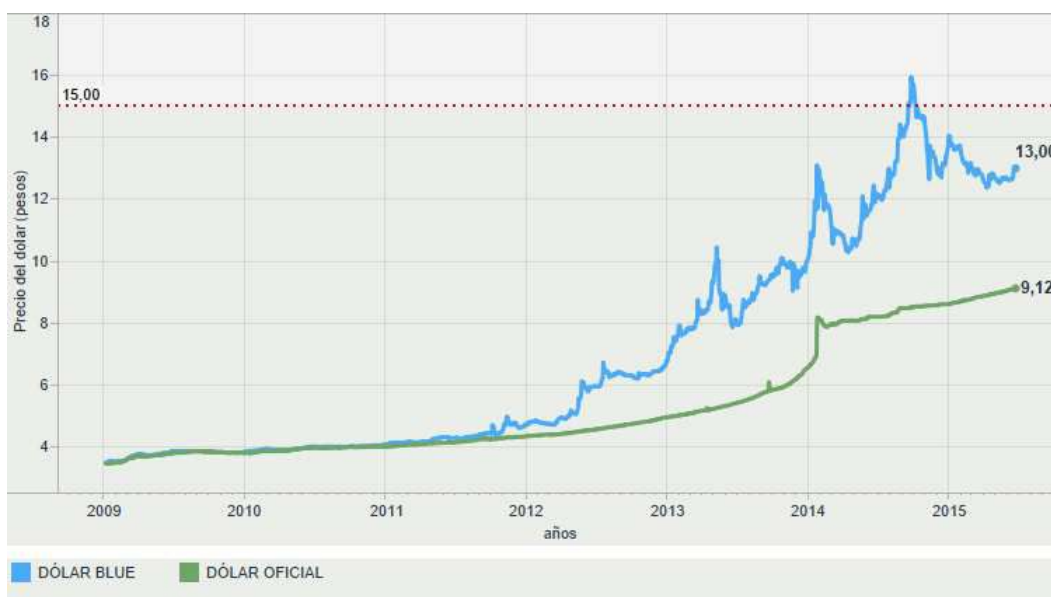


**Fig. 16: Deficit Fiscale e inflazione annuale argentina dal 1958 al 1992.**

Chiaramente, l'eliminazione dei divari cambiari durante la storia economica argentina non mostra nessun tipo di segreto ne di strana ricetta: semplicemente attaccare le cause degli squilibri per correggerli.

Nell'attuale Argentina, tanto il ritardo del tasso di cambio quanto il tasso di inflazione e il livello del deficit fiscale, hanno acquisito dimensioni di magnitudine considerevole negli ultimi anni. Le tensioni del dollaro e i divari cambiari sono i risultati di questi squilibri.

Il seguente grafico (Fig. 17), mostra nello specifico l'evoluzione del gap tra il cambio ufficiale dollaro – peso e quello parallelo a partire dal 2009 fino ad ora (2015). Come si può notare, dopo circa due anni di indifferenza tra cambio ufficiale e cambio blue, a metà del 2011 l'ultimo comincia a salire, in maniera più che proporzionale rispetto al tasso di cambio ufficiale. Nel 2014, con una nuova svalutazione del peso, anche il cambio ufficiale schizzò in alto. Verso la fine del 2014 si ha il gap più alto di sempre, fino ad arrivare, tramite una leggera ripresa economica all'attuale tasso di cambio: 9,12 ARG\$ per 1 dollaro, contro i 13 pesos del cambio blue.



**Fig. 17: evoluzione del gap cambiario tra dollaro ufficiale e parallelo (blue) (2009 – 2015).**  
Fonte: [www.dolarblue.net](http://www.dolarblue.net)

## CONCLUSIONI

In un sistema di tassi di cambio multipli, diverse operazioni con moneta straniera si realizzano a diversi tassi di cambio. Abitualmente implicano un tasso di cambio fisso, o amministrato, per le operazioni commerciali (importazioni e esportazioni) e un tasso di cambio flessibile, o libero, per operazioni finanziarie e del turismo, generalmente più alto del primo. L'obiettivo di questa separazione tra il dollaro commerciale e quello finanziario di solito è preservare il settore reale dell'economia dalle fluttuazioni finanziarie. Per esempio, se la domanda di dollari a scopo di tesaurizzazioni o fuga di capitali è molto elevata, uno sdoppiamento cambiario permette che aumenti il dollaro finanziario senza far aumentare il dollaro commerciale e, quindi, senza coinvolgere i prezzi interni.

Però in questi sistemi ci possono essere anche diversi tassi di cambio per diverse operazioni commerciali. Ad esempio, un dollaro alto per esportazioni industriali ed importazioni di beni di consumo e un dollaro basso per esportazioni "tradizionali" di materie prime e importazioni di beni di capitale.

L'obiettivo di diversi dollari commerciali di solito incide sui prezzi relativi di ciascun settore, per direzionare lo sviluppo economico (molte volte è servito per re-direzionare il reddito agricolo verso l'industria) e/o per distribuire il peso di un aggiustamento esterno quando scarseggiano i dollari (per esempio, dollaro più alto per le auto e più basso per gli alimenti, per ridurre l'impatto sui prodotti base).

Potrebbe dare l'impressione che già oggi esista in Argentina un sistema di tassi di cambio multipli. In fin dei conti, è diverso il dollaro che riceve un esportatore da quello che paga un importatore o da quello che paga un turista argentino all'estero, per esempio. Ma non è la stessa cosa avere molti tassi di cambio e avere un sistema di tassi di cambio multipli. Non è una questione semantica. Con una soprattassa d'imposta sui viaggi all'estero si può raggiungere lo stesso costo per il turista che ritira a un tasso di cambio maggiore senza soprattassa, però la prima opzione, a differenza della seconda, ha dei limiti (ad esempio il 35% come aliquota massima dell'imposta sul reddito) e non viene applicata al turista straniero in Argentina.

I sistemi di tassi di cambio multipli (come anche avere molti tassi di cambio) hanno molte contraddizioni. Alcune fra tante: distorcono i prezzi relativi dell'economia, aumentano la discrezione nella politica economica, generano terreno per la corruzione, non generano sufficienti investimenti se un dollaro favorevole è soggetto a decisioni discrezionali. Per questo hanno perso popolarità nel mondo, dopo il loro auge durante la Grande Depressione degli anni trenta e in molti Paesi dell'America Latina negli anni ottanta.

Ma un sistema nel quale il Governo neghi, discrezionalmente, senza regole esplicite, dollari ufficiali obbligando alcuni importatori ad ottenere questi dollari a traverso il "contado con liquidación" (ricevuto con liquidazione, vedere Capitolo

IV: comprare buoni o azioni consegnando pesos e poi venderli all'estero ricevendo dollari), avrebbe controindicazioni aggiuntive:

- Genererebbe incertezza a proposito del tasso di cambio applicabile a ciascuna operazione, essendo probabile quindi che la maggior parte delle persone fissi i prezzi in base al dollaro non ufficiale e, se poi conseguisse dollari ufficiali, guadagni sulla differenza. L'impatto inflazionario sarebbe maggiore che con un sistema più trasparente.
- Genererebbe anche concorrenza sleale nel caso in cui due imprese di uno stesso settore conseguissero tassi di cambio molto diversi.
- Aumenterebbe la discrezione e, pertanto, il rischio di corruzione nell'amministrazione delle importazioni .
- Si perderebbe il provento fiscale associato a comprare dollari più economici all'esportatore e venderli ad un tasso di cambio più alto all'importatore.
- Si perderebbe la capacità di dissociare l'economia reale dai "viavai" finanziari, che inciderebbero sui prezzi interni dei beni importati a traverso la quotazione del *contado con liquidación*.
- Si tratterebbe di una politica fortemente anti-esportatrice, perché obbligherebbe l'esportatore a liquidare al dollaro ufficiale (meno le trattenute) e pagare gli input a un dollaro più alto di quello ufficiale.

Il comunicato del Banco Central de la República Argentina (BCRA) vietò un sistema di pagamenti delle importazioni al di fuori del mercato ufficiale. Però non è chiaro se questa è la posizione di tutta la squadra economica o solo il “rilancio” della BCRA per marcare il campo del Ministero dell’Economia. E anche quando questo combaci con la posizione del Governo, non sarebbe la prima volta che il commercio estero si gestisca con regole non ufficiali.

Coremberg afferma in un suo articolo che l’Argentina deve recuperare credibilità, e oggi la sua economia presenta due problemi fondamentali: come ridurre l’inflazione con il minor costo sociale possibile e come far riprendere la crescita economica. Quanto maggiore è la mancanza di credibilità delle autorità economiche, maggiore sarà il costo sociale della stabilizzazione, dato che gli effetti desiderati delle politiche economiche saranno minori nella misura in cui la società preveda che le promesse non sono credibili o non si possano compiere, coinvolgendo anche decisioni di produzione, consumo, investimenti e esportazioni per mancanza di previsioni a lungo periodo.

Il presente problema di mancanza di credibilità è alimentato anche dal fatto che non ci sono statistiche credibili. La distruzione del sistema statistico ha conseguenze sulle possibilità di esito di qualsiasi politica di stabilizzazione.

Dato che né i sindacati, né gli imprenditori, né il settore privato, né quello pubblico utilizzano gli indici ufficiali per la realizzazione di diagnosi serie, continua Coremberg, un Blackout sarebbe un’opzione possibile (ad esempio, da 3



a 6 mesi nei quali l'INDEC non pubblichi nessun indicatore o statistica, così da obbligare a generare statistiche credibili per il breve periodo. Durante il Blackout, il Paese e la società non perderebbe niente, mentre i guadagni sulla credibilità del sistema statistico sarebbero considerevoli.

Secondo Coremberg, comunque, l'attuale governo non può fare niente, e per qualsiasi misura bisognerà aspettare che si insedi un nuovo governo (in ottobre 2015).

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Dornbush R., Fischer S., Startz R. (2010), *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano.

Larrain F., Sachs Jeffery (2002), *Macroeconomía en la economía global*, Pearson Education, Buenos Aires.

Parkin M., Loira E. (2010), *Macroeconomía, Version para Latino America*, Pearson Education, Mexico.

Ghei N., Kiguel M. A. (1992), *Dual and Multiple Exchange Rate Systems in Developing Countries. Some Empirical Evidence*, Macroeconomic Adjustment and Growth Division, Washington.

Frenkel R., Rapetti, M. (2010), *A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America* (2010). Economics Department, Working Paper Series. Paper 97.

Rapetti R., Rapetti M. (2007), *Five years of competitive and stable real exchange rate in Argentina, 2002-2007*. Buenos Aires (Argentina), Amherst (Massachusetts).

Frenkel R., Rapetti M. (2007), *Argentina's monetary and exchange rate policies after the convertibility regime collapse*, PERI (Political Economy Research Institute), Massachusetts.

Edwards S., Liaquat A. (1986), *Economic adjustment and exchange rates in developing countries*, University of Chicago Press, Chicago.

Kiguel M. A., O'Connell S. A. (1994), *Parallel exchange rates in developing countries, Lessons from eight case studies*, World Bank, Washington.

Cavallo A. (2012), *Online and Official Price Indexes: Measuring Argentina's Inflation*, Elsevier, Massachusetts.

Coremberg A. (2013), *Measuring Argentina's GDP Growth: Just Stylized Facts*, ARKLEMS, Buenos Aires.