

Tassi di cambio fissi e interventi sul mercato delle valute

- Interventi della banca centrale e offerta di moneta
- Come la banca centrale tiene fisso il tasso di cambio
- Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi
- Crisi della bilancia dei pagamenti e fuga dei capitali
- Le riserve di valuta nel sistema monetario mondiale
- *Il Gold Standard*
- Argomenti a favore dei cambi flessibili
- Argomenti contro i cambi flessibili

Bibliografia di base: capitolo 7 ("Tassi di cambio fissi e interventi sul mercato delle valute") e capitolo 9 (" Politiche macroeconomiche e coordinamento in regime di cambi flessibili") di P.Krugman, M.Obstfeld "*Economia Internazionale*" (Parte 2), terza edizione (2003).

Interventi della banca centrale e offerta di moneta

- **Il bilancio della banca centrale e l'offerta di moneta**
 - **Il bilancio della banca centrale**
 - Registra attività e passività di cui è titolare la banca centrale.
 - **Nell'attivo del bilancio compaiono due tipi di attività:**
 - attività estere
 - Principalmente titoli denominati in valuta estera posseduti dalla banca centrale (la sua riserva ufficiale)
 - attività domestiche
 - Promesse di pagamenti futuri da parte dei residenti e delle istituzioni nazionali
 - **Nel passivo compaiono:**
 - depositi di banche commerciali
 - circolante

Interventi della banca centrale e offerta di moneta

- Ogni acquisto di attività da parte della banca centrale determina automaticamente l'incremento dell'offerta di moneta nazionale.
- Ogni vendita di attività da parte della banca centrale determina automaticamente la contrazione dell'offerta di moneta nazionale.

Interventi della banca centrale e offerta di moneta

Tabella 1: effetti di un intervento sui cambi del valore di 100 \$

Bilancio della Banca Centrale

Attività		Passività	
Attività estere	\$ 1.000	Depositi detenuti da banche commerciali	\$ 500
Attività nazionali	\$ 1.500	Circolante	\$ 2.000

**Bilancio della Banca Centrale a seguito della vendita di 100 dollari di attività estere
(il compratore paga in moneta nazionale)**

Attività		Passività	
Attività estere	\$ 900	Depositi detenuti da banche commerciali	\$ 500
Attività nazionali	\$ 1.500	Circolante	\$ 1.900

**Bilancio della Banca Centrale a seguito della vendita di 100 dollari di attività estere
(il compratore paga con un assegno)**

Attività		Passività	
Attività estere	\$ 900	Depositi detenuti da banche commerciali	\$ 400
Attività nazionali	\$ 1.500	Circolante	\$ 2.000

Interventi della banca centrale e offerta di moneta

■ Sterilizzazione

- **Interventi di sterilizzazione sul mercato dei cambi**
 - Le banche centrali talvolta effettuano transazioni di segno opposto tra attività estere e domestiche allo scopo di neutralizzare l'effetto sull'offerta di moneta nazionale delle loro operazioni sul mercato dei cambi.
 - In assenza di sterilizzazione, esiste un legame tra bilancia dei pagamenti e offerta di moneta nazionale.

Interventi della banca centrale e offerta di moneta

Tabella 2: effetti di un intervento di sterilizzazione sul mercato dei cambi del valore di 100 \$

Bilancio della Banca Centrale prima della vendita sterilizzata di 100 dollari di attività estere

Attività		Passività	
Attività estere	\$ 1.000	Depositi detenuti da banche commerciali	\$ 500
Attività nazionali	\$ 1.500	Circolante	\$ 2.000

Bilancio della Banca Centrale dopo la vendita sterilizzata di 100 dollari di attività estere

Attività		Passività	
Attività estere	\$ 900	Depositi detenuti da banche commerciali	\$ 500
Attività nazionali	\$ 1.600	Circolante	\$ 2.000

Come la banca centrale tiene fisso il tasso di cambio

- Equilibrio del mercato valutario in regime di cambi fissi
 - Il mercato valutario è in equilibrio se:

$$R = R^* + (E^e - E)/E$$

- Quando la banca centrale fissa E pari al livello E^0 , il tasso di deprezzamento atteso della valuta nazionale rispetto a quella estera è nullo.
- La condizione di parità dei tassi di interesse implica che E^0 sia il tasso di cambio corrente di equilibrio solo se: $R = R^*$.

Come la banca centrale tiene fisso il tasso di cambio

- Equilibrio del mercato monetario in regime di cambi fissi
 - Per mantenere il tasso di interesse domestico al livello R^* , l'intervento sui cambi della banca centrale deve aggiustare l'offerta di moneta in modo tale che:
$$M^S/P = L(R^*, Y)$$
 - Quando la banca centrale interviene per mantenere il tasso di cambio fisso, aggiusta *automaticamente* l'offerta di moneta nazionale in modo che sia mantenuto l'equilibrio del mercato monetario con $R = R^*$.

Come la banca centrale tiene fisso il tasso di cambio

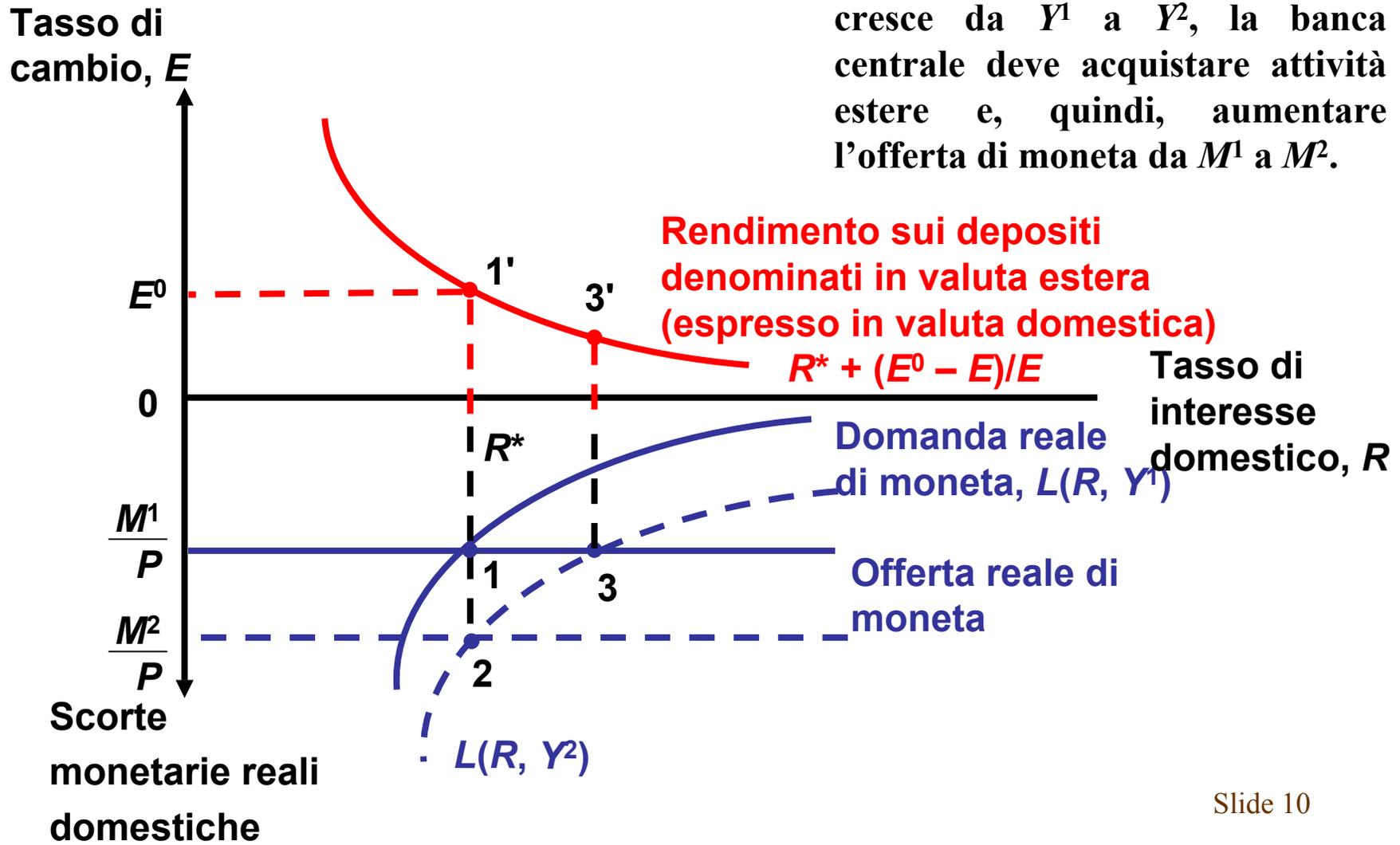
- **Esempio:**

- Supponiamo che la banca centrale abbia fissato E al livello E^0 e che il mercato delle attività sia in equilibrio.
- Improvvisamente, la produzione aumenta.
- Un incremento del livello di produzione determinerebbe l'aumento della domanda di moneta e condurrebbe quindi ad un tasso di interesse maggiore e all'apprezzamento della valuta domestica.
- Per evitare questo apprezzamento, la banca centrale deve intervenire sul mercato valutario comprando attività estere.
- Se la banca centrale non acquistasse attività estere in seguito all'espandersi della produzione, mantenendo invece invariato lo stock di moneta, il tasso di cambio non potrebbe rimanere fissato al livello E^0 .

Come la banca centrale tiene fisso il tasso di cambio

Figura 1: equilibrio del mercato delle attività con tasso di cambio fisso, E^0

- Per mantenere il tasso di cambio fisso a E^0 , quando la produzione cresce da Y^1 a Y^2 , la banca centrale deve acquistare attività estere e, quindi, aumentare l'offerta di moneta da M^1 a M^2 .



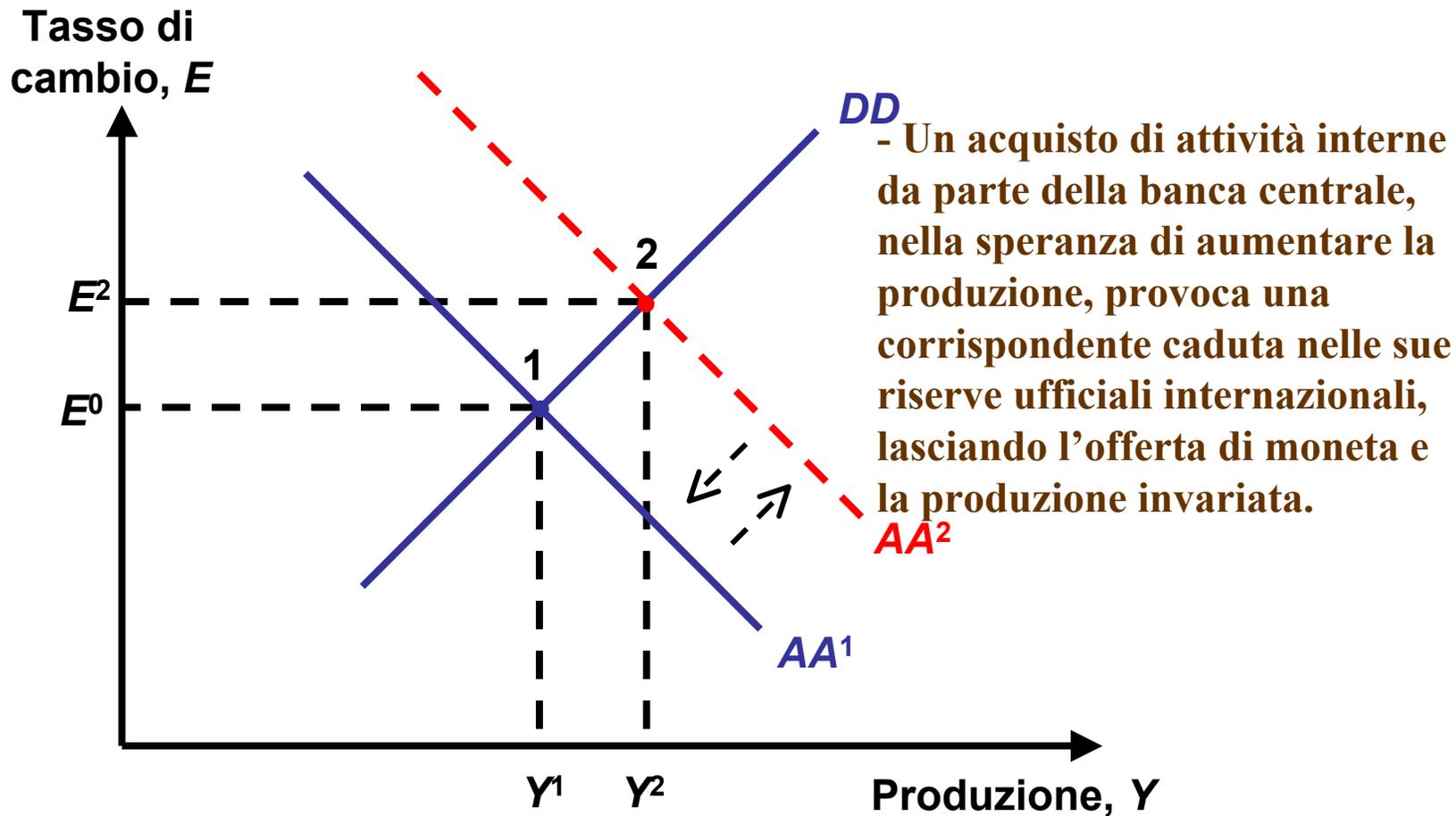
Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

■ La politica monetaria

- In regime di cambi fissi, gli strumenti di politica monetaria della banca centrale sono incapaci di influenzare offerta di moneta e livello di produzione dell'economia.

Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

Figura 2: In regime di cambi fissi, l'espansione monetaria è inefficace



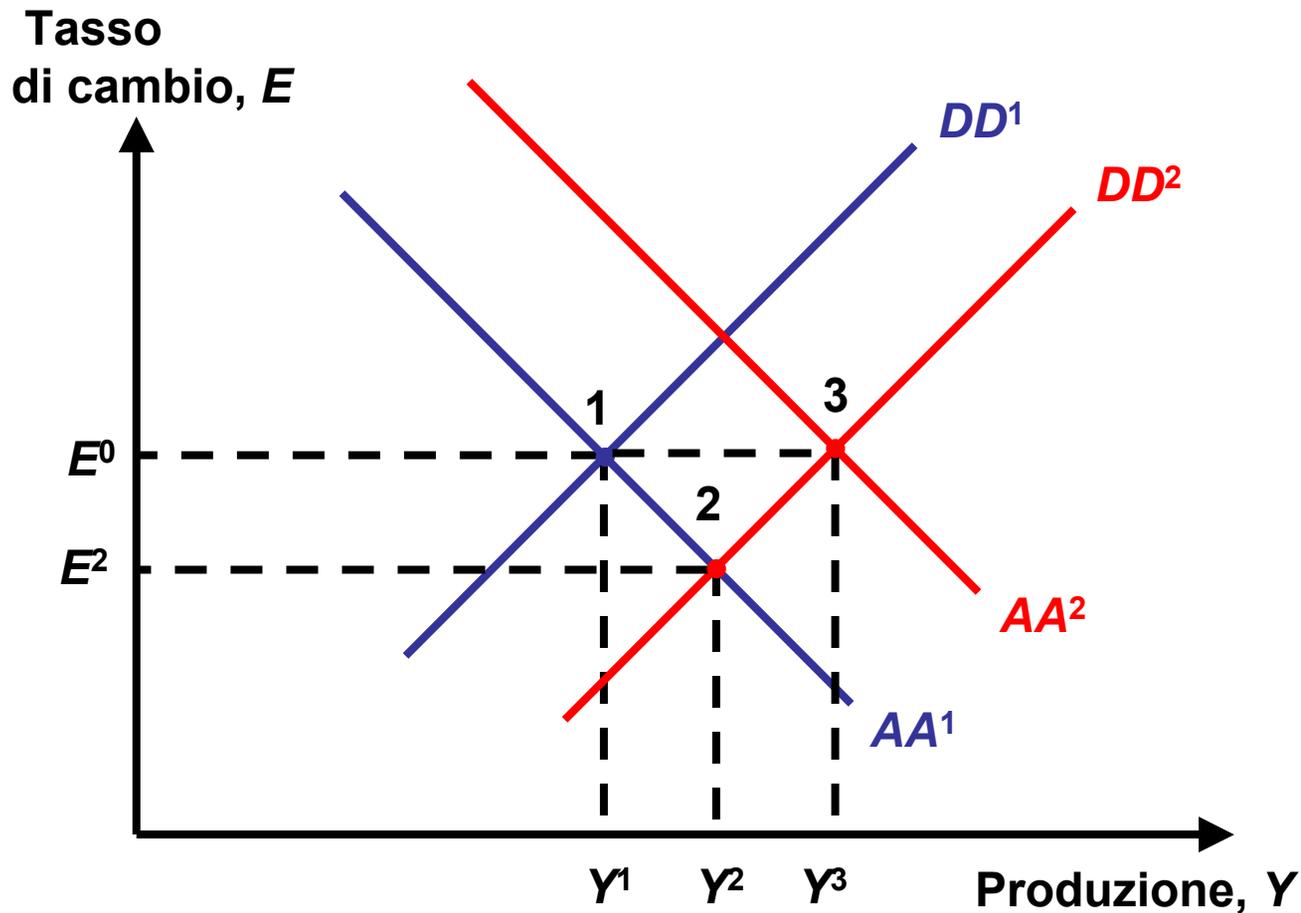
Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

■ La politica fiscale

- In che modo la banca centrale mantiene fisso il tasso di cambio a seguito di un'espansione fiscale?
 - L'incremento della produzione conseguente ad una politica fiscale espansionistica aumenta la domanda di moneta.
 - Per evitare l'aumento del tasso di interesse domestico e l'apprezzamento della valuta, la banca centrale deve acquistare attività estere con l'uso di moneta (ossia, aumentare l'offerta di moneta).

Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

Figura 3: espansione fiscale con tassi di cambio fissi



Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

■ Variazioni del tasso di cambio

• Svalutazione

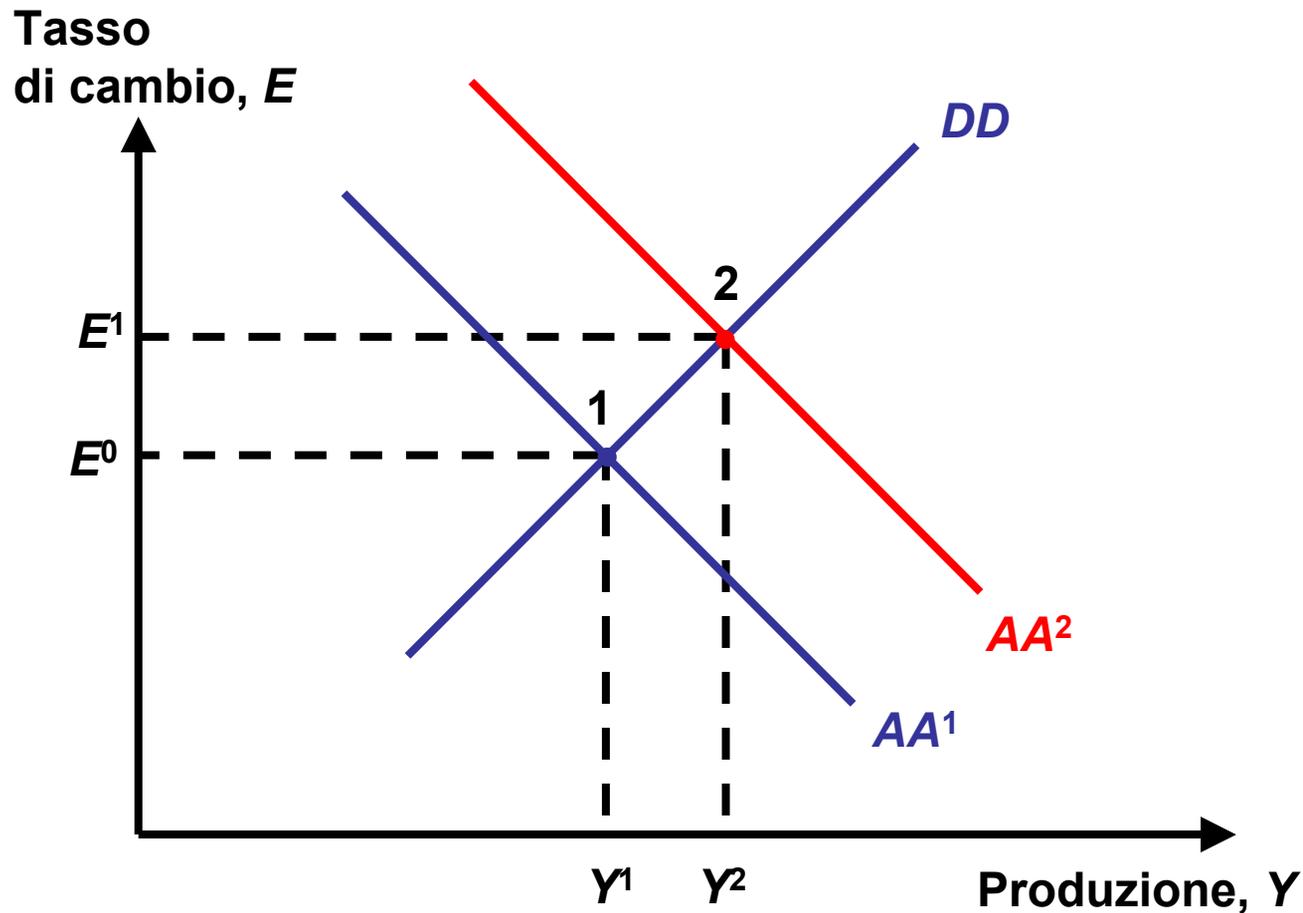
- Avviene quando la banca centrale aumenta il prezzo in valuta nazionale della valuta estera, E .
- Determina:
 - un aumento della produzione
 - un incremento delle riserve ufficiali
 - l'espansione dell'offerta di moneta
- I governi scelgono la svalutazione per:
 - combattere la disoccupazione
 - migliorare il saldo delle partite correnti
 - influenzare le riserve ufficiali della banca centrale

Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

- **Rivalutazione**
 - Avviene quando la banca centrale riduce il livello di E .
- Per svalutare o rivalutare, la banca centrale deve annunciare la sua disponibilità a scambiare valuta nazionale ed estera, in quantità illimitata, al nuovo tasso di cambio.

Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

Figura 4: effetti di una svalutazione

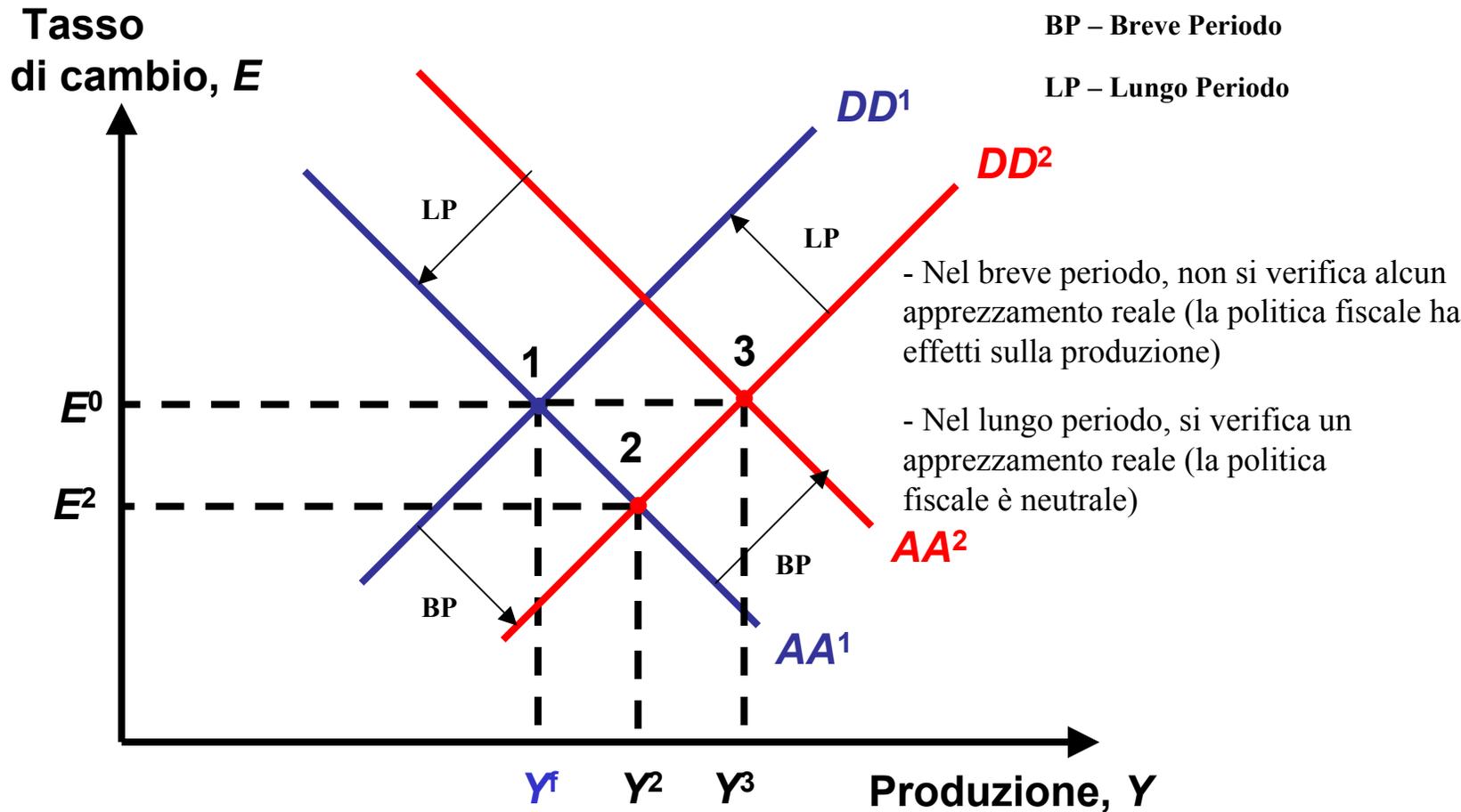


Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

- Il processo di aggiustamento dopo variazioni della politica fiscale e del tasso di cambio
 - Se l'economia è inizialmente in una situazione di piena occupazione, un'espansione fiscale aumenta la produzione oltre il livello di pieno impiego, causando nel lungo periodo l'aumento dei prezzi interni P
 - Nel breve periodo, non si verifica alcun apprezzamento reale (la politica fiscale ha effetti sulla produzione)
 - Nel lungo periodo, si verifica un apprezzamento reale (la politica fiscale è neutrale).
 - La svalutazione nel lungo periodo è neutrale
 - Il solo effetto è un incremento proporzionale di tutti i prezzi nominali e dell'offerta di moneta.

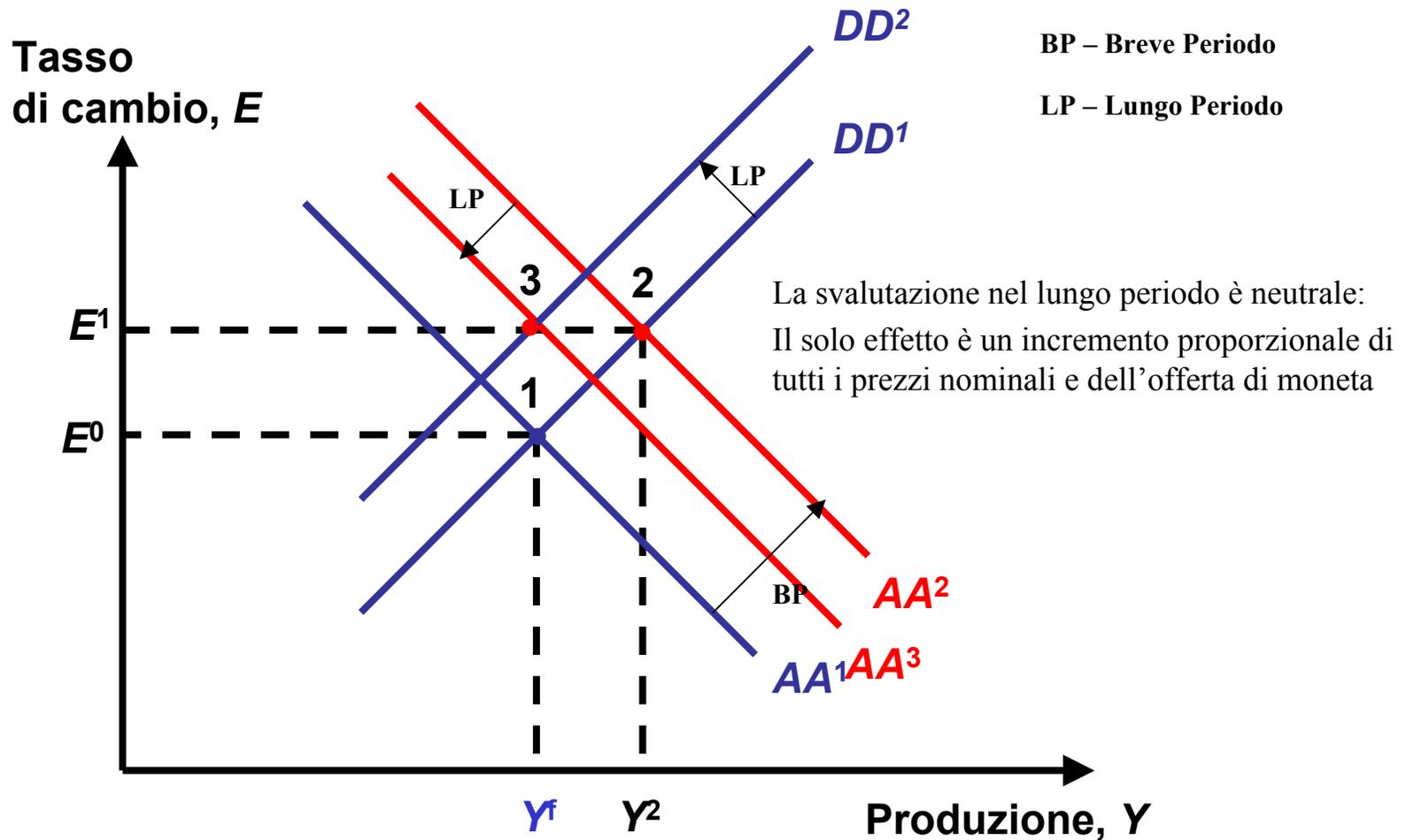
Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

Figura 5: il processo di aggiustamento nel lungo periodo dopo una espansione fiscale nel regime dei cambi fissi



Politiche di stabilizzazione con tassi di cambio fissi

Figura 6: effetti di una svalutazione nel lungo periodo



Crisi della bilancia dei pagamenti e fuga dei capitali

■ Crisi della bilancia dei pagamenti

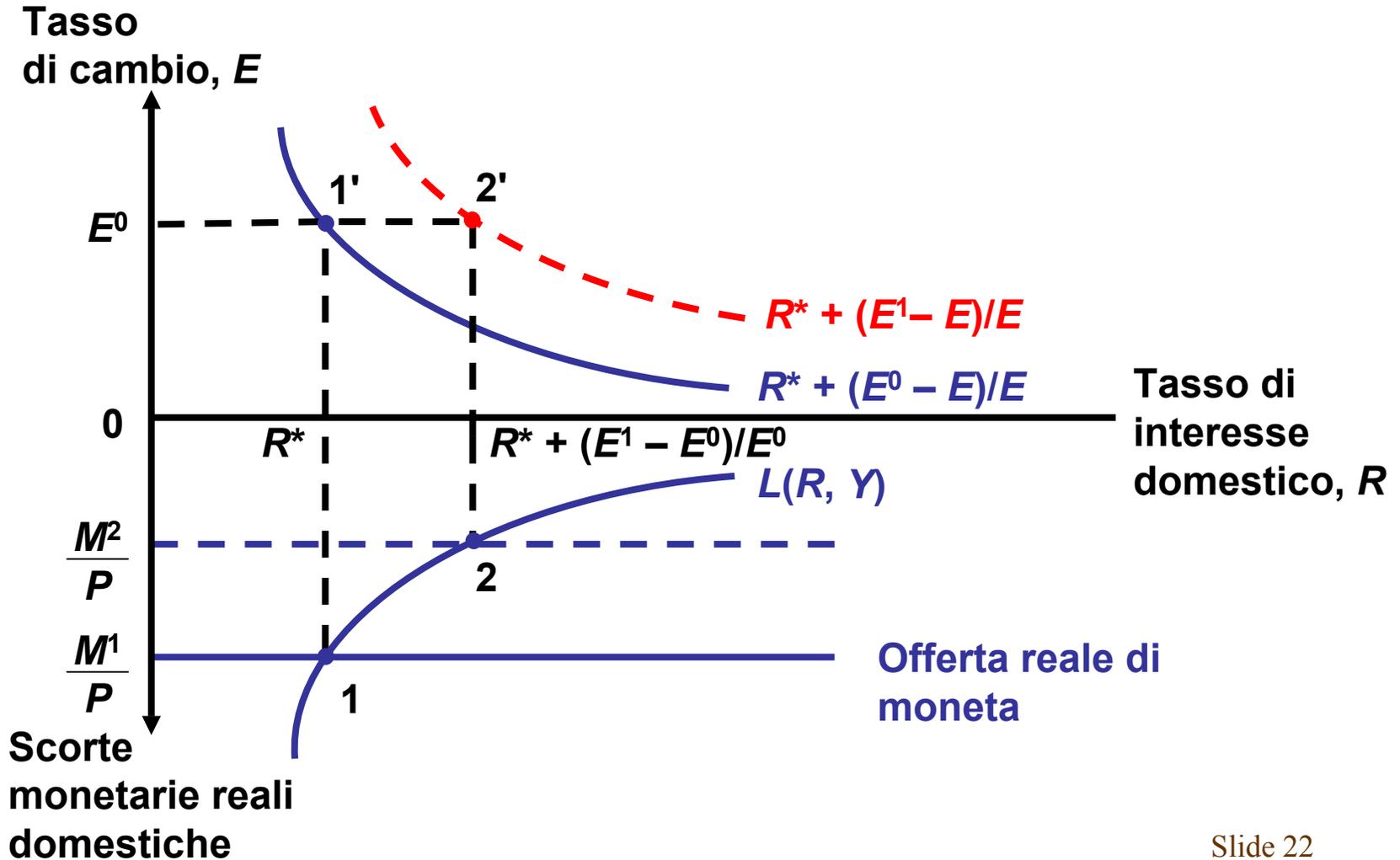
- Consiste in una brusca variazione delle riserve estere ufficiali provocata da una modifica delle aspettative sul tasso di cambio futuro.

■ Fuga dei capitali

- La perdita di riserve che si accompagna alla paura di una svalutazione, in quanto il debito che si determina nei conti della bilancia dei pagamenti è causato da una fuoriuscita di capitali privati.

Crisi della bilancia dei pagamenti e fuga dei capitali

Figura 7: Fuga dei capitali, offerta di moneta e tasso di interesse



Crisi della bilancia dei pagamenti e fuga dei capitali

- Le aspettative di svalutazione futura determinano:
 - una crisi della bilancia dei pagamenti, contrassegnata dalla brusca caduta delle riserve
 - un aumento del tasso di interesse domestico al di sopra del suo livello internazionale.
- Le aspettative di rivalutazione determinano effetti opposti:
 - un improvvisa crescita delle riserve estere
 - una caduta del tasso di interesse interno al di sotto del tasso internazionale.

Valute di riserva nel sistema monetario internazionale

- Esistono due possibili sistemi per tenere fissi i tassi di cambio:
 - **valuta di riserva**
 - Le banche centrali fissano il prezzo della loro valuta in termini della valuta di riserva
 - Si tratta della valuta che le banche centrali detengono nelle loro riserve internazionali.
 - ***Gold Standard***
 - Le banche centrali fissano il prezzo delle loro valute rispetto all'oro.

Valute di riserva nel sistema monetario internazionale

- Il funzionamento di un sistema con valuta di riserva
 - Il funzionamento di un sistema con moneta di riserva può essere illustrato facendo riferimento al sistema basato sul dollaro statunitense introdotto alla fine della Seconda guerra mondiale.
 - Ogni banca centrale fissava il tasso di cambio della propria moneta rispetto al dollaro mediante transazioni di moneta nazionale contro attività in dollari sul mercato dei cambi.
 - I tassi di cambio tra altre due monete qualsiasi erano fissi.

Valute di riserva nel sistema monetario internazionale

- **La posizione asimmetrica della valuta di riserva**
 - Il paese la cui moneta viene usata come valuta di riserva può utilizzare la politica monetaria come strumento di stabilizzazione anche se vige un regime di cambi fissi.
 - L'acquisto di attività nazionali da parte della banca centrale del paese a valuta di riserva determina:
 - un eccesso di domanda di valute estere sul mercato dei cambi
 - politiche monetarie espansionistiche da parte di tutte le altre banche centrali
 - un livello maggiore della produzione mondiale.

Il *Gold Standard*

- Ciascun paese fissa il prezzo della sua moneta in termini di oro.
- Nessun paese gode di una posizione privilegiata.
- **Il funzionamento del *Gold Standard***
 - I tassi di cambio tra due valute qualsiasi sono fissi.
 - Esempio: se la *Federal Reserve* ha fissato il prezzo in dollari dell'oro a 35\$ per oncia, mentre la Banca d'Inghilterra ha fissato il prezzo in sterline dell'oro a 14,58£ per oncia, allora il tasso di cambio dollaro/sterlina è costante e pari a 2,40\$/£.

Il *Gold Standard*

- Simmetria degli aggiustamenti monetari nel *Gold Standard*
 - Quando un paese perde riserve e vede quindi ridursi la sua offerta di moneta, i paesi esteri aumentano le loro riserve e vedono espandersi la loro offerta di moneta.
 - Il sistema di *gold standard* contiene un potente meccanismo automatico per raggiungere l'equilibrio esterno, il meccanismo *price-specie-flow*. Il flusso d'oro che si accompagna agli avanzi e ai disavanzi, provoca variazioni dei prezzi che riducono gli squilibri del saldo delle partite correnti, e quindi tendono a far ritornare in equilibrio esterno tutti i paesi.

Il Gold Standard

- *Vantaggi e svantaggi del Gold Standard*
 - Vantaggi:
 - evita l'asimmetria presente in un sistema con valuta di riserva
 - vincola nei paesi la crescita dell'offerta di moneta.

Il Gold Standard

- Svantaggi:
 - limita in modo indesiderato l'uso degli strumenti di politica monetaria per combattere la disoccupazione
 - assicura un livello generale dei prezzi stabile solo se il prezzo relativo dell'oro e degli altri beni e servizi è stabile
 - crea una competizione tra banche centrali per le riserve aurifere e genera disoccupazione a livello mondiale
 - potrebbe rendere troppo potenti i paesi produttori d'oro (ad esempio, Russia e Sud Africa).

Il *Gold Standard*

■ Il *Gold Exchange Standard*

- Le riserve delle banche centrali sono costituite sia da oro che da valute il cui prezzo in termini di oro è fisso.
 - Ogni banca centrale fissa il tasso di cambio della sua moneta rispetto all'oro.
- Può contenere la crescita dell'offerta di moneta al pari del sistema *Gold Standard*, ma consente una maggiore flessibilità per quanto concerne la crescita delle riserve internazionali.

Le ragioni a favore dei cambi flessibili

- Ci sono tre argomenti a favore dei cambi flessibili:
 - l'autonomia della politica monetaria
 - la simmetria
 - i tassi di cambio come stabilizzatori automatici

Le ragioni a favore dei cambi flessibili

- L'autonomia della politica monetaria
 - Regimi a cambi flessibili:
 - ristabiliscono il controllo delle banche centrali sull'offerta di moneta
 - consentono a ciascun paese di scegliere il tasso di inflazione desiderato.

Le ragioni a favore dei cambi flessibili

■ Simmetria

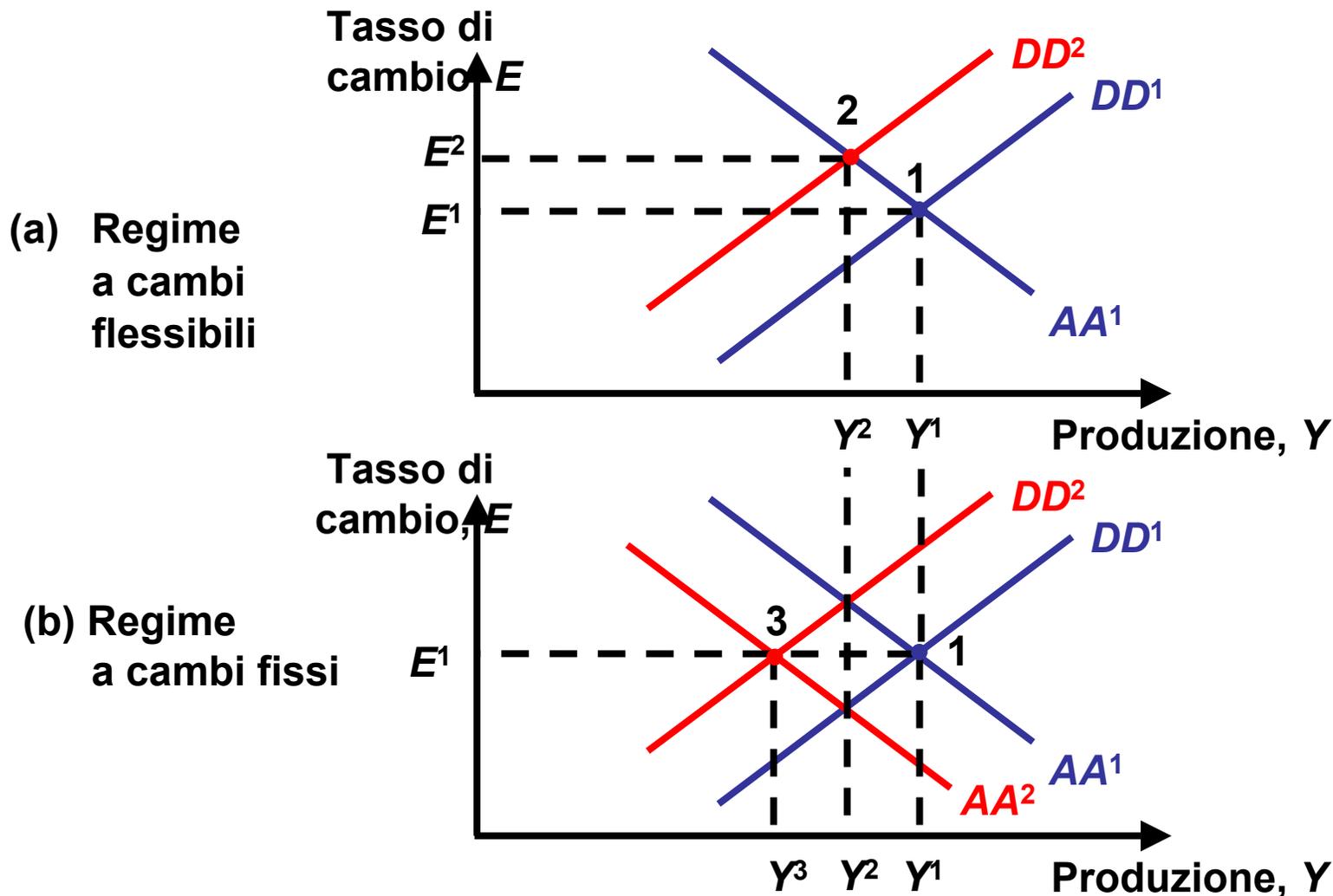
- I cambi flessibili rimuovono le due asimmetrie fondamentali del sistema di Bretton Woods e consentono:
 - alle banche centrali di determinare il livello di offerta di moneta nazionale
 - agli Stati Uniti di godere delle stesse opportunità degli altri paesi in termini di possibilità di influenzare il proprio tasso di cambio.

Le ragioni a favore dei cambi flessibili

- I tassi di cambio come stabilizzatori automatici
 - Sistemi a cambi flessibili eliminano rapidamente quei “disequilibri strutturali” che erano stati alla base di deviazioni dalla parità e di attacchi speculativi nel sistema a cambi fissi
 - La figura 6 mostra come una caduta temporanea della domanda di esportazioni di un paese riduca maggiormente la sua produzione in un regime di cambi fissi, rispetto a un regime di cambi flessibili.

Le ragioni a favore dei cambi flessibili

Figura 8: gli effetti di una caduta della domanda di esportazioni



Le ragioni contro i cambi flessibili

- Ci sono cinque ragioni contro i cambi flessibili:
 - la disciplina
 - speculazioni destabilizzanti e disturbi del mercato monetario
 - danni al commercio e agli investimenti internazionali
 - politiche economiche non coordinate
 - l'illusione di una maggiore autonomia

Le ragioni contro i cambi flessibili

■ La disciplina

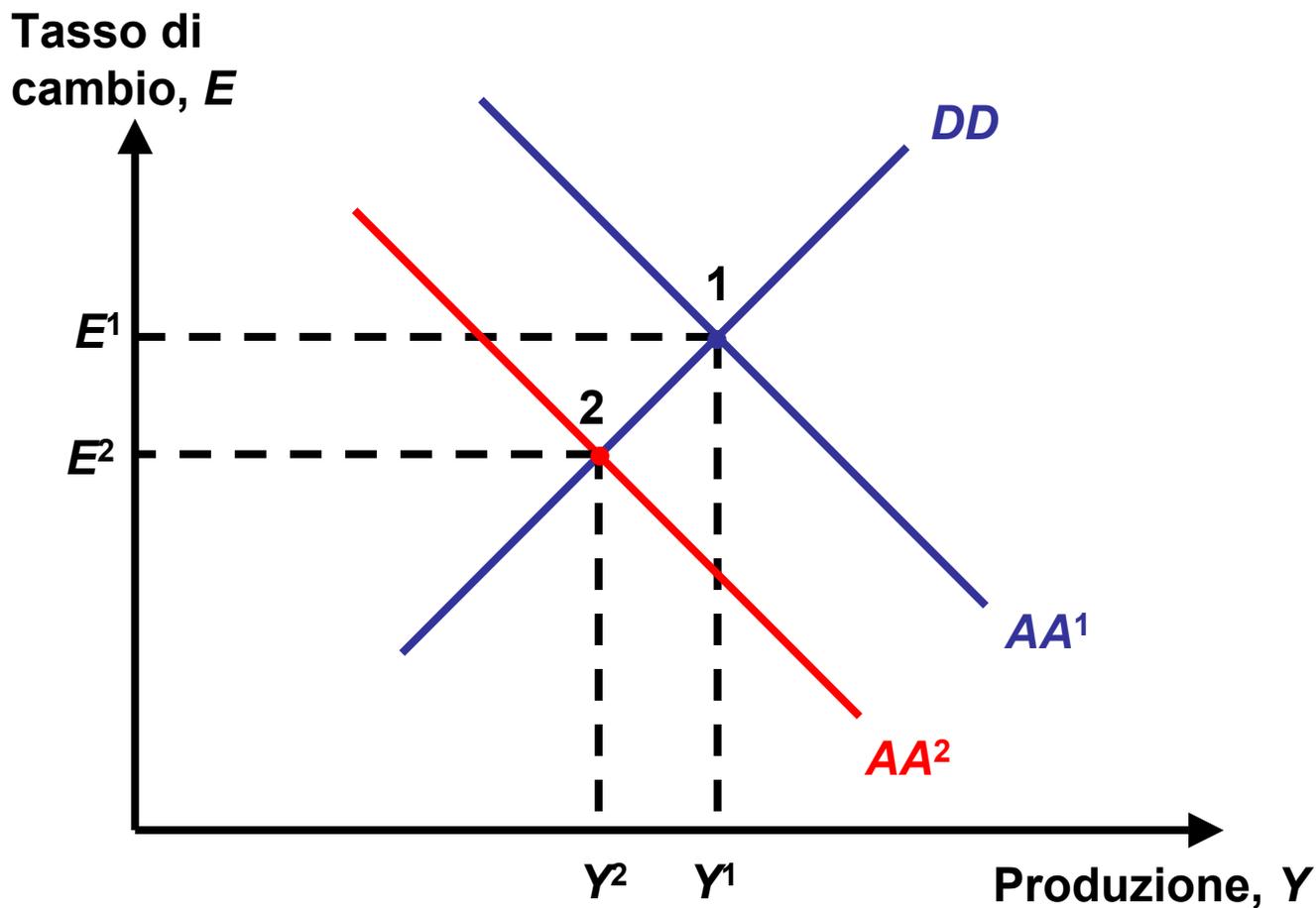
- I regimi di cambi flessibili non impongono una disciplina alle banche centrali
 - Le banche centrali potrebbero imbarcarsi in politiche inflazionistiche.

Le ragioni contro i cambi flessibili

- **Speculazioni destabilizzanti e disturbi del mercato monetario**
 - I tassi di cambio flessibili consentono **speculazioni destabilizzanti**.
 - I paesi possono rimanere intrappolati in un “circolo vizioso” di deprezzamento ed inflazione.
 - Tassi di cambio flessibili rendono i paesi più vulnerabili agli *shock* derivanti dal mercato monetario interno.

Le ragioni contro i cambi flessibili

Figura 9: incremento della domanda di moneta in regime di cambi flessibili



Le ragioni contro i cambi flessibili

- **Danni al commercio internazionale e agli investimenti**
 - I cambi flessibili creano un pregiudizio al commercio internazionale e agli investimenti a causa della maggiore incertezza sul corso delle valute :
 - su esportatori ed importatori grava un maggiore rischio di cambio
 - esiste una maggiore incertezza sulla redditività degli investimenti internazionali
 - I sostenitori dei cambi flessibili affermano che i mercati a termine aiutano ad evitare il rischio di cambio
 - Gli scettici controbattevano che i mercati a termine sarebbero risultati dispendiosi.

Le ragioni contro i cambi flessibili

- Il mancato coordinamento delle politiche economiche
 - Sistemi di cambi flessibili consentono ai paesi di competere per la svalutazione della propria moneta (la politica che danneggia tutti senza beneficiare alcuno).
 - I paesi potrebbero adottare determinate politiche economiche senza considerare il loro carattere *beggar-thy-neighbor*.

Le ragioni contro i cambi flessibili

- L'illusione di una maggiore autonomia
 - Regimi di cambi flessibili accrescono gli elementi di incertezza dell'economia senza effettivamente fornire una maggiore autonomia.
 - Il deprezzamento della moneta determina l'aumento dell'inflazione a causa dell'innalzamento dei salari.