

*CORSO DI POLITICA ECONOMICA
INTERNAZIONALE
AA 2018-2019*

L'interdipendenza monetaria 2



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

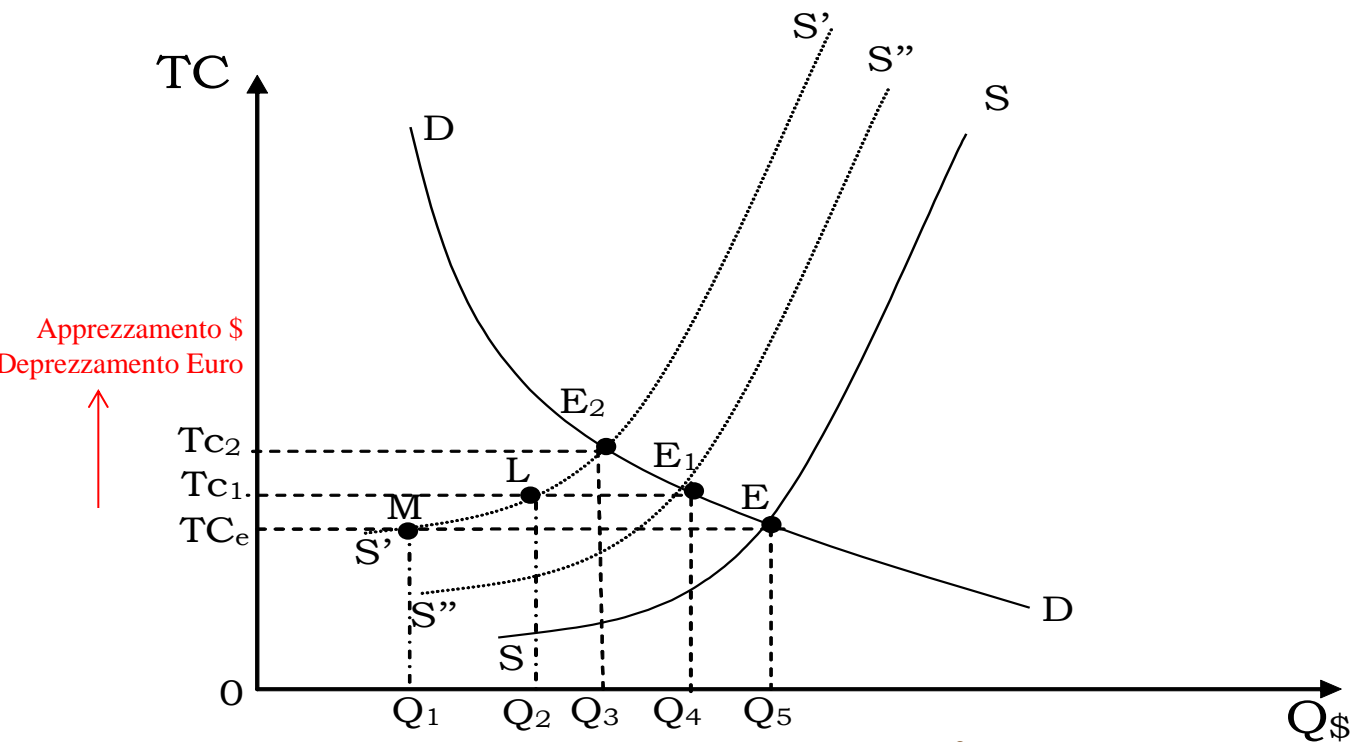
Prof. PIERLUIGI MONTALBANO
pierluigi.montalbano@uniroma1.it

L'aggiustamento dello squilibrio estero: Le opzioni di intervento della Banca Centrale

TC e Mercato dei cambi: interventi della BC

Ipotesi: contrazione X europea (traslazione SS in S'S') $D\$ > S\$ = Q_1Q_5$.

1° ipotesi - in **cambi flessibili** è il mercato a determinare il nuovo tasso di cambio (TC₂). La valuta estera (il \$) si apprezza nei confronti di quella nazionale e non vi sono perdite di riserve ufficiali : il TC di equilibrio si raggiunge nel punto E₂

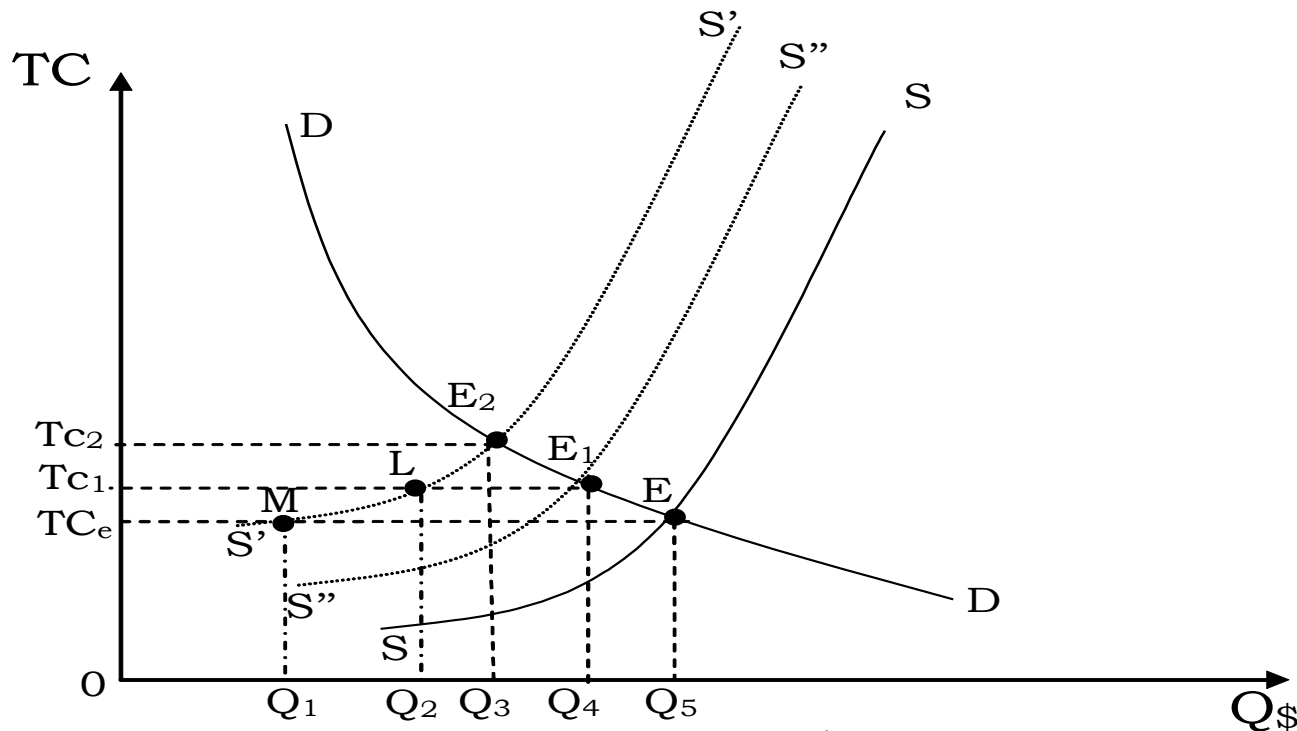


TC e Mercato dei cambi: interventi della BC-2

Ipotesi: contrazione X europee (traslazione SS in S'S') $D\$ > S\$ = Q_1Q_5$.

2° ipotesi- in **cambi fissi**, la BC deve intervenire fornendo le divise estere richieste, nella quantità pari a Q_1Q_5 riportando l'equilibrio in E

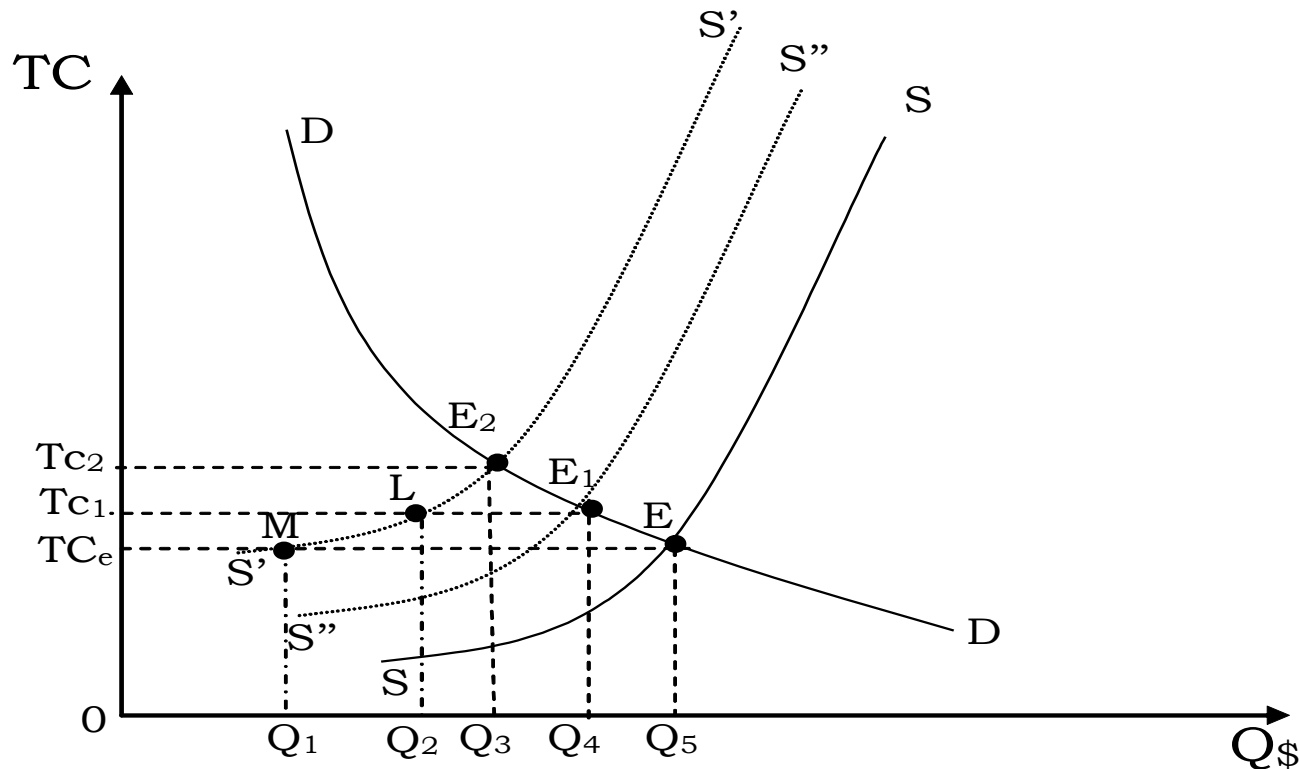
Riduzione netta di riserve valutarie



TC e Mercato dei cambi: interventi della BC-3

Ipotesi: contrazione X europee (traslazione SS in S'S') $D\$/>S\$/=Q1Q5$.

3° ipotesi - in **cambi amministrati** le autorità monetarie “pilotano” la valuta verso il livello di cambio desiderato, lasciando che il cambio si deprezzi parzialmente (da TCe a TC1) e cedendo divise estere (Q2Q4). Nuovo equilibrio in E1.



RELAZIONE TRA BILANCIA PAGAMENTI E MONETA IN CIRCOLAZIONE

- Nel caso di un *deficit* di BP si avrà sul mercato dei cambi un eccesso di domanda di divise estere rispetto all'offerta di divise estere
 - in **cambi flessibili**: deprezzamento del TC
 - in **cambi fissi**, le autorità monetarie cederanno divise estere in cambio di valuta nazionale. Ciò determina, parallelamente, una riduzione della base monetaria nel paese (tramite il canale esterno) con riduzione, tramite il moltiplicatore della moneta, dell'offerta di moneta complessiva
 - Se le autorità di PE vogliono evitare la ripercussione sull'offerta complessiva di moneta dovranno “compensare” la riduzione della “componente esterna”, attraverso un incremento della “componente interna” della base monetaria. Tali operazioni di “compensazione” sono definite “**politiche di sterilizzazione**” ed hanno lo scopo di “neutralizzare” l'effetto sull'offerta complessiva di moneta in circolazione derivante dalle operazioni di acquisto e vendita di divise estere sul mercato dei cambi.

Approccio monetario alla BP

- Si ricollega al *meccanismo price-specie-flow* basato sui flussi di moneta (oro) Hume (1752),
- un saldo positivo della BP provoca un ingresso di oro nel paese, e quindi - vigente un legame rigido tra riserve auree e quantità di moneta - un aumento dei prezzi (si suppone valida la **teoria quantitativa della moneta**).
- Tale aumento da un lato tende a ridurre le esportazioni, dato che i beni del paese in questione - essendo fisso il cambio - divengono relativamente più cari sul mercato internazionale, e dall'altro tende a stimolare le importazioni, dato che i beni esteri divengono relativamente più a buon mercato (**vedi oltre condizioni elasticità domanda**). Si verifica, perciò, una graduale riduzione del saldo positivo della bilancia dei pagamenti.
- Un ragionamento analogo spiega l'aggiustamento nel caso di un **disavanzo**: si ha un'uscita di oro che causa una diminuzione della quantità di moneta e una riduzione dei prezzi interni, con conseguente stimolo sulle esportazioni e riduzione delle importazioni, e porta quindi a una graduale eliminazione del disavanzo stesso.

Il caso USA vs Cina

USA: deficit Bilancia commerciale ($\text{Esp} < \text{Imp}$)

Mercato cambi \$/yuan: i consumatori americani domandano yuan per pagare le importazioni dalla Cina: eccesso di domanda di yuan rispetto all'offerta

Intervento FED: la FED accetta un deprezzamento parziale del \$ e, oltre il livello target interviene, offrendo yuan.

CINA: surplus Bilancia commerciale ($\text{Esp} > \text{Imp}$)

Mercato cambi yuan/\$: eccesso di offerta \$ rispetto alla domanda

Intervento BC cinese: la BC acquista tutti i \$ in cambio di yuan, evitando l'apprezzamento della valuta nazionale

RELAZIONE TRA BILANCIA PAGAMENTI E MONETA IN CIRCOLAZIONE

- Nel caso di un *deficit* di BP si avrà sul mercato dei cambi un eccesso di domanda di divise estere rispetto all'offerta di divise estere
 - in **cambi flessibili**: deprezzamento del TC
 - in **cambi fissi**, le autorità monetarie cederanno divise estere in cambio di valuta nazionale. Ciò determina, parallelamente, una riduzione della base monetaria nel paese (tramite il canale esterno) con riduzione, tramite il moltiplicatore della moneta, dell'offerta di moneta complessiva
 - Se le autorità di PE vogliono evitare la ripercussione sull'offerta complessiva di moneta dovranno “compensare” la riduzione della “componente esterna”, attraverso un incremento della “componente interna” della base monetaria. Tali operazioni di “compensazione” sono definite “**politiche di sterilizzazione**” ed hanno lo scopo di “neutralizzare” l'effetto sull'offerta complessiva di moneta in circolazione derivante dalle operazioni di acquisto e vendita di divise estere sul mercato dei cambi.

Approccio monetario alla BP

- Si ricollega al *meccanismo price-specie-flow* basato sui flussi di moneta (oro) Hume (1752),
- un saldo positivo della BP provoca un ingresso di oro nel paese, e quindi - vigente un legame rigido tra riserve auree e quantità di moneta - un aumento dei prezzi (si suppone valida la **teoria quantitativa della moneta**).
- Tale aumento da un lato tende a ridurre le esportazioni, dato che i beni del paese in questione - essendo fisso il cambio - divengono relativamente più cari sul mercato internazionale, e dall'altro tende a stimolare le importazioni, dato che i beni esteri divengono relativamente più a buon mercato (**vedi oltre condizioni elasticità domanda**). Si verifica, perciò, una graduale riduzione del saldo positivo della bilancia dei pagamenti.
- Un ragionamento analogo spiega l'aggiustamento nel caso di un **disavanzo**: si ha un'uscita di oro che causa una diminuzione della quantità di moneta e una riduzione dei prezzi interni, con conseguente stimolo sulle esportazioni e riduzione delle importazioni, e porta quindi a una graduale eliminazione del disavanzo stesso.

Il caso USA vs Cina

USA: deficit Bilancia commerciale ($\text{Esp} < \text{Imp}$)

Mercato cambi \$/yuan: i consumatori americani domandano yuan per pagare le importazioni dalla Cina: eccesso di domanda di yuan rispetto all'offerta

Intervento FED: la FED accetta un deprezzamento parziale del \$ e, oltre il livello target interviene, offrendo yuan.

CINA: surplus Bilancia commerciale ($\text{Esp} > \text{Imp}$)

Mercato cambi yuan/\$: eccesso di offerta \$ rispetto alla domanda

Intervento BC cinese: la BC acquista tutti i \$ in cambio di yuan, evitando l'apprezzamento della valuta nazionale

Frankel (2012) classifica le opzioni possibili nelle seguenti tre categorie principali:

- regimi flessibili: fluttuazione libera e fluttuazione controllata con ricorso al mercato dei cambi per diminuire eccessiva volatilità valuta;
- regimi intermedi: fluttuazione all'interno di una banda rispetto ad una parità centrale prefissata (Target Zone, Basket Peg, Crawling Peg, Other Conventional Fixed Peg Arrangement);
- regimi fissi: intervento BC per mantenere costante il TC valuta nazionale (Dollarizzazione; Unione Monetaria; Currency Board).

Tipologie regimi intermedi

- **Target zone:** Le autorità intervengono solo ai margini di fluttuazione (e.g. SME)
- **Basket peg:** il tasso di cambio è fissato ad un valore di riferimento dato calcolato in base ad un paniere di valute
- **Crawling peg:** il tasso di cambio è ancorato ad un paniere di valute ma con dei margini di fluttuazione (e.g., yuan cinese)

Il dibattito cambi fissi e cambi flessibili

Principali argomenti a favore dei Cambi Flessibili:

- ✓ Maggiore facilità nel conseguire l'equilibrio interno ed esterno per la maggiore autonomia nella gestione della politica monetaria
- ✓ Tassi di cambio come stabilizzatori automatici (e più gradualisti) dell'economia.
- ✓ Maggiore simmetria nei rapporti internazionali (scompaiono i rapporti di forza tipici degli accordi di cambio fissi, vedi oltre Gold exchange standard)
- ✓ Maggiore efficienza nel processo di allocazione delle risorse (i prezzi dei beni interni sono definiti sulla base dei valori espressi dai tassi di cambio)

Il dibattito cambi fissi e cambi flessibili -2

Principali argomenti a favore dei Cambi Fissi:

- ✓ Minore instabilità dei mercati valutari e pericolo di speculazioni destabilizzanti (le aspettative negative degli operatori possono portare a fluttuazioni indesiderate del tasso di cambio)
- ✓ Effetto Disciplina (argomento dell'ancora, il paese deve tenere sotto controllo la dinamica dei prezzi interni): corollario alla perdita di gradi di libertà nella gestione della politica economica
- ✓ No aumento dei costi di transazione, per l'incertezza dei cambi futuri, relativi al commercio internazionale e agli investimenti internazionali
- ✓ No politiche economiche scoordinate (pratiche valutarie competitive)

Chi ha ragione ?: non ci sono sufficienti evidenze empiriche a sostegno di un regime dei cambi rispetto all'altro. Molto dipende dalle condizioni macroeconomiche complessive che accompagnano i diversi regimi di cambio.

Il dibattito cambi fissi e cambi flessibili -3

Principali argomenti a favore dei Cambi Amministrati

- Nel regime a “cambi amministrati” le autorità monetarie conservano maggiori gradi di libertà rispetto ai due casi estremi, cambi flessibili puro e cambi fissi, ponendosi obiettivi intermedi di difesa del tasso di cambio e di mantenimento delle riserve valutarie.
- Nella pratica la scelta del regime di cambio non è dicotomica e la maggioranza dei paesi tende a scegliere opzioni miste.
- Attualmente circa 70 paesi adottano regimi di cambio intermedi.
- Spesso i paesi dichiarano uno specifico regime di cambio (de jure) ma nella pratica (de facto) si comportano diversamente

Il dibattito cambi fissi e cambi flessibili -4

- La scelta ottima di regime di cambio non può essere decisa a priori.
- Essa viene a dipendere da una serie di caratteristiche del paese in questione come:
 - la dimensione economica e l'apertura commerciale;
 - il grado di sviluppo delle relazioni commerciali e finanziarie con i principali attori globali;
 - il livello di simmetria degli shock tra paesi;
 - la mobilità domestica e internazionale del lavoro;
 - la volontà di cedere la sovranità sulla politica monetaria
 - il livello di sviluppo dei mercati finanziari

Opportunità delle Politiche di cambio nazionali

L'adozione di una politica del tasso di cambio unilaterale ai fini di un riequilibrio della BP (*es. svalutazione per ridurre il deficit di BC*) non è opportuna:

- problema di **reputazione** del paese (scarso rigore e serietà);
- **effetti negativi** sui partner commerciali - c.d. politiche “beggar-thy-neighbour” (la svalutazione incide sulla competitività dei partner)

A comportamenti di tipo individualistico da parte dei singoli paesi sono preferibili **politiche di cooperazione** tra paesi

17/5/2019

Yuan e Dollaro: un rapporto complicato - Il Sole 24 ORE

Il Sole **24 ORE**

IL CASO / 2

Yuan e Dollaro: un rapporto complicato

22 aprile 2019

Un caso simile ma diverso per dimensioni e portata internazionale è quello della Cina. Dopo un periodo di cambio stabilizzato rispetto al dollaro, dal 2010 il Dragone è passato a una banda di oscillazione rispetto al biglietto verde (tecnicamente un crawl-like arrangement, in cui il cambio ha uno stretto margine di scostamento rispetto a un trend statistico).

— PEOPLE BANK OF CHINA- RISERVE VALUTARIE (MLD \$, SCALA SX)

— TASSO DI CAMBIO YUAN/DOLLARO (DX)

