

## Corsi di Economia internazionale e di Politica monetaria e fiscale dell'UME

### Dispensa 2C/2

DEPS-UNISI AA 2023-24

Versione 18 novembre 2023

#### 5.1.3. Politica monetaria in cambi fissi con LM orizzontale (moderna)

Assumiamo ora che la banca centrale decida il tasso **di interesse** obiettivo e aggiusti *sistematicamente* l'offerta di moneta sì da ottenere che esso prevalga nel mercato.<sup>1</sup> Questo vuol dire che sebbene politiche monetarie che scuotano l'equilibrio corrente (iniziale) di reddito e partite correnti generino variazioni delle riserve ufficiali (in ingresso o uscita a seconda della politica), la banca centrale sterilizzerà tali variazioni, creando moneta attraverso le operazioni di politica monetaria quando le riserve fuoriescono, e assorbendo (distruggendo) moneta quando esse aumentano. Vi sarà tuttavia, vedremo fra poco, una importante asimmetria nell'azione potenziale della banca centrale, come già argomentato nella dispensa 1.

Prendendo di nuovo l'equazione (14), sterilizzazione significa che la banca centrale compensa con le operazioni di politica monetaria (DC) le variazioni autonome del canale estero (FX) sì da lasciare l'offerta di moneta *BM* invariata, ma soprattutto il tasso di interesse invariato. Supponiamo infatti che *FX* aumenti a causa di un surplus corrente. Utilizzando la corretta descrizione della politica monetaria, quella alla base della LM orizzontale, un aumento *di FX* significa un aumento delle riserve a disposizione delle banche. L'eccesso di riserve porterebbe nel mercato interbancario Eonia verso il pavimento del corridoio dei tassi. Per ovviare a questo, e preservare il tasso obiettivo, la banca centrale utilizza le operazioni di rifinanziamento (DC) per diminuire l'offerta di riserve. Viceversa se *FX* diminuisce. Abbiamo già trattato di queste politiche di sterilizzazione nella dispensa 1.

Assumiamo dunque una LM orizzontale e supponiamo per esempio una politica monetaria restrittiva sicché l'equilibrio muove da A a B (figura 17). La banca centrale intenzionata a mantenere il tasso di interesse al suo nuovo e più alto valore sterilizzerà la creazione di moneta determinato dall'afflusso di capitali vendendo altrettanti titoli di Stato o emettendo certificati di

<sup>1</sup> Si prenda a riferimento il modello "a corridoio".

deposito e assorbendo liquidità (Lavoie 2014, p. 472) (i certificati di deposito sono titoli emessi dalla banca centrale).<sup>2</sup>

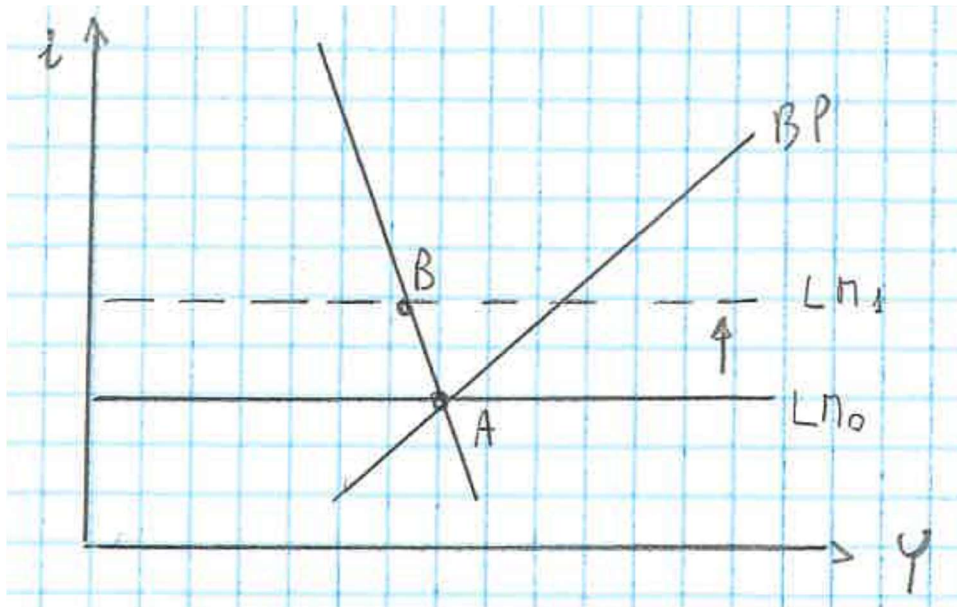


Figura 17 – Politica monetaria restrittiva nel modello IS-LM-BP in cambi fissi con LM “moderna”

Secondo la teoria della moneta endogena, inoltre, non v'è motivo per cui un afflusso di *foreign exchange* (o di oro) determini un'espansione del credito: le banche non hanno infatti bisogno di extra-riserve per espandere il credito, questa è la logica screditata del moltiplicatore monetario (*Sei lezioni di economia*, p. 219; *Sei lezioni sulla moneta*, pp.247-261). In altre parole, le banche hanno già soddisfatto tutta la domanda di credito al dato tasso di interesse deciso dalla banca centrale, e quindi extra-riserve sono in eccesso. Quello che può infatti accadere è che l'afflusso di valuta straniera e l'abbondanza di riserve determini una restituzione di prestiti che le banche hanno ricevuto dalla banca centrale (distruzione di riserve), o la restituzione di prestiti che gli esportatori hanno ricevuto dalle banche (distruzione di moneta bancaria). Lavoie chiama questo il

<sup>2</sup> Nel caso in cui il Paese si collochi “sopra” la BP e accumula RU, la sterilizzazione può avere un costo per il Paese. Le RU hanno infatti un rendimento essendo in genere investite nei titoli di stato del Paese che ha emesso la valuta internazionale accumulata. La sterilizzazione è facilitata se il rendimento delle riserve ufficiali per la banca centrale (che è parte dello Stato del Paese in oggetto) è superiore o almeno uguale a quanto lo Stato paga sui titoli di Stato o i certificati di credito emessi per l'assorbimento (si ricordi che una banca centrale investe le riserve ufficiali nei titoli di Stato del Paese che ha emesso la valuta internazionale). Se così non fosse, la banca centrale incorrerebbe in perdite (Lavoie 2014, pp. 472-473).

“compensation mechanism”, una sorta di sterilizzazione automatica (si veda il box di approfondimento in fondo a questa sezione).

Nei termini dell’equazione (14), se  $FX$  aumenta e le banche accrescono le riserve via canale estero, esse possono restituire riserve precedentemente ottenute via operazioni di rifinanziamento, cioè  $DC$  scende). Secondo Bindseil, U, & Pantelopoulos, G. (2023) *Global imbalances under contemporary and prospective arrangements*, forthcoming CJE, che abbiamo seguito nella dispensa 1, la banca centrale anticiperà lei l’eccesso di riserve bancarie riducendo le aste di rifinanziamento o con operazioni di mercato aperto.

Quindi, alla luce della teoria della moneta endogena la banca centrale mantiene un controllo dei tassi di interesse in cambi fissi almeno nel caso di avanzi delle partite correnti (afflusso di *foreign exchange*), invalidando in parte le conclusioni del famoso trilemma (figura 16). Vediamo ora il caso di un disavanzo corrente.

Assumiamo dunque una LM orizzontale e supponiamo questa volta una politica monetaria espansiva sicché l’equilibrio muove da A a B (figura 18). Il Paese comincerà a perdere riserve valutarie per finanziare il disavanzo corrente a parità di tasso di cambio, tuttavia questo non influenza il tasso di interesse in quanto gli effetti sull’offerta di moneta vengano sterilizzati o compensati (nei termini dell’equazione 14 se  $FX$  scende, la banca centrale accresce  $DC$ ). Questo è però possibile solo sino a quando il Paese possiede riserve ufficiali da vendere per difendere il cambio, e queste si esauriscono. La difesa del cambio può dunque da ultimo comportare una decisione di aumentare il tasso di interesse (o abbandonare il regime di cambi fissi). Sebbene il risultato sia il medesimo che nella descrizione tradizionale, qui non vi sono automatismi ma una decisione della banca centrale. Come nota Lavoie, la difesa del cambio attraverso controlli sui movimenti di capitale o imposte sui movimenti medesimi sarebbe preferibile alla rinuncia alla politica espansiva (2014, p. 473).

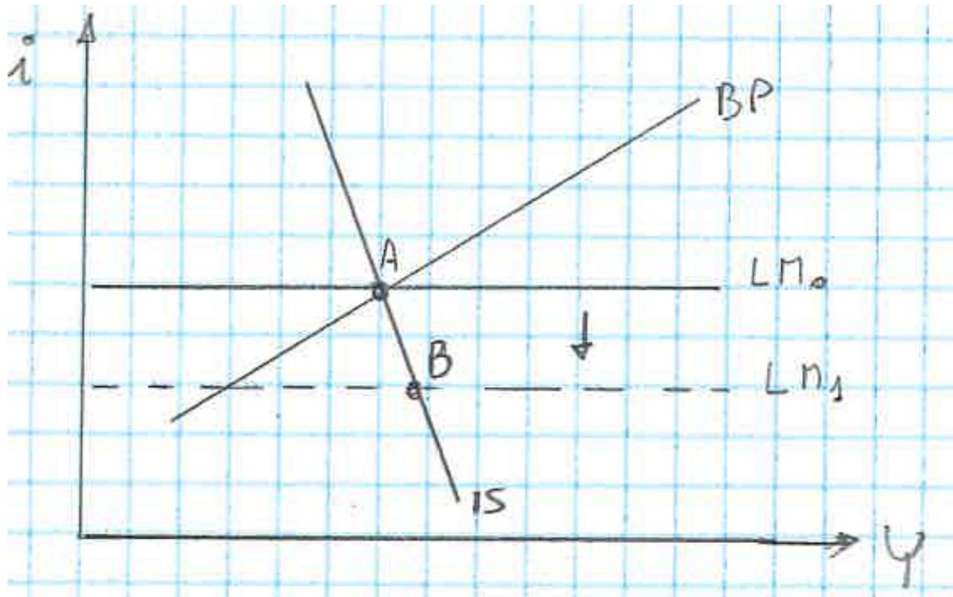


Figura 18 – Politica monetaria espansiva nel modello IS-LM-BP in cambi fissi con LM “moderna”

Abbiamo poco sopra evocato il trilemma fra tassi di cambio fissi, liberalizzazione dei movimenti di capitale e autonomia della politica monetaria nazionale. Secondo le teorie monetaria del tasso di cambio e del *gold standard* e secondo il modello IS-LM-BP tradizionale tale trilemma si manifesta, in particolare, con l’inefficacia della politica monetaria in cambi fissi e assenza di controllo sui movimenti di capitale. Adottando invece un modello IS-LM-BP “moderno” (con la LM orizzontale) si vede:

- (a) come non esistano meccanismi automatici che rendano impossibile una politica monetaria autonoma, ovvero una libera fissazione del tasso di interesse da parte della banca centrale nazionale pur in cambi fissi e assenza di controllo sui movimenti di capitale;
- (b) esiste purtuttavia una asimmetria in questi margini di autonomia fra Paesi in avanzo o in disavanzo delle partite correnti (come già spiegato nella dispensa 1). Nel primo caso, tipico di Paesi che adottano politiche deflazionistiche o mercantiliste,<sup>3</sup> non vi sono ostacoli all’accumulazione di riserve ufficiali e alla loro sterilizzazione ai fini dell’offerta di moneta e al mantenimento del tasso **di interesse obiettivo** che la banca centrale ha liberamente scelto (tale sterilizzazione è in parte automatica via “meccanismi di compensazione”). Paesi in disavanzo corrente, magari perché hanno adottato politiche più espansive dei concorrenti o sono Paesi in “catching up”, incontrano invece severe difficoltà nel preservare il tasso di

<sup>3</sup> Sulle ragioni del mercantilismo di ripassino *Sei lezioni*, pp. 44-50; e sul “mercantilismo monetario” tedesco si studino le pp. 303-305.

cambio senza accrescere il tasso di interesse: ciò è infatti possibile solo sino a quando si hanno riserve ufficiali (e al prezzo di dissiparle nella difesa del cambio).<sup>4</sup> **Alternativamente potrebbero tuttavia introdurre controlli sui movimenti di capitale ed eventualmente anche di merci.**

L'approccio postkeynesiano permette, come si vede, anche di evidenziare la problematica del vincolo estero che viene ignorata dall'impostazione tradizionale.

**BOX – Compensation principle.** Lavoie (2001) così descrive il funzionamento del “compensation principle”. Consideriamo un Paese impegnato in un regime di cambi fissi in avanzo corrente che vede un flusso netto di valuta estera. Questa viene scambiata dagli esportatori presso le banche commerciali con depositi in valuta nazionale (primo *step* della tavola 1). Di seguito, le banche commerciali scambiano la valuta con riserve (bancarie) in valuta nazionale, mentre la banca centrale vede accrescere le proprie riserve ufficiali (*step* 2). La banca centrale compra senz'altro queste riserve che gettate altrimenti nel mercato dei cambi farebbe apprezzare la moneta nazionale in violazione all'accordo di cambio. Le riserve bancarie acquisite dalle banche sono tuttavia in eccesso dato l'ammontare di depositi in essere, e che non abbiamo ragione di credere muti (a meno di prestar fede allo screditato moltiplicatore monetario per cui l'eccesso di riserve dà luogo a nuovi crediti). Le banche, che hanno presumibilmente uno stock di riserve in prestito

---

<sup>4</sup> “The other important asymmetry in fixed exchange-rate regimes with free capital mobility would be between contractionary and expansionary policies. In situations where the economy is still in the region above the BoP curve, any expansion, be it fiscal or monetary (that is, the shift to a lower interest rate but still above the international rate), leads to an increase in imports and the loss of reserves that, from some point on, will increase both the current-account deficit and the ratio of short-term external debt over reserves and thus begin to worsen both indicators of external debt sustainability and of the economy's external liquidity. On the other hand, asymmetrically contractionary monetary and fiscal policies (even assuming that the economy is initially at a point above the BoP curve) have the opposite effect of reducing the current-account deficit and increasing the stock of reserves. These are the problems and asymmetries that affect the fixed exchange-rate regimes in the exogenous interest-rate approach. The supposed greater effectiveness of fiscal policy in relation to monetary policy in the Mundell–Fleming model does not occur, even less the supposed impossibility of implementing a monetary policy, which comes from a presumed ‘trilemma’ between free capital mobility, fixed exchange rate and monetary policy autonomy that appears in literature inspired by this model. At least for contracting effective demand, a monetary policy of raising domestic interest works without any problems in a fixed exchange-rate regime and free capital mobility (even in a currency board system)” (Serrano e Summa 2015, pp. 260-261).

dalla banca centrale, restituiscono dunque l'eccesso di riserve (*step 3*).<sup>5</sup> Da ultimo, la base monetaria non è mutata (*finale*) a differenza da quanto sostenuto dall'approccio monetario alla bilancia dei pagamenti. *Nei termini dell'equazione (14) FX è aumentata e DC è corrispondentemente diminuita.*

	Esportatori		Banche commerciali		Banca centrale	
<i>1° step</i>	-100€ (valuta estera)		+100€ (valuta estera)	+ 100€ depositi (esportatori)		
	+ 100€ depositi					
<i>2° step</i>			-100€ (valuta estera)		+100€ (valuta estera)	+100€ (riserve)
			+100€ (riserve)			
<i>3° step</i>			-100€ (riserve)	-100€ (prestiti dalla Banca Centrale)	-100€ (prestiti alle banche comm.)	-100€ (riserve)
<i>Finale</i>	0	0	0	0	0	0

*Tavola 1 – Esempio di “compensation mechanism”*

Nelle parole di Lavoie (2001, pp. 228-229):

“Suppose the economy is on a fixed or a pegged exchange rate, and that the domestic economy is running a balance of payment surplus. Some agents wind up with foreign currency and give an order to their banks, asking them to transform this foreign currency into domestic banking deposits [*step 1*]. The banks sell the foreign monies to the central bank who is the residual buyer when it attempts to keep the exchange rate fixed. The central bank thus acquires the foreign currency, which it adds to its foreign reserves, and it credits the domestic banks with some reserves [*step 2*]. The increase in foreign reserves on the asset side of the balance sheet of the central bank is thus balanced by the increase in the reserve deposits of the private banks on the liability side of the balance sheet of the central bank. ... Banks have now been credited with additional reserves, beyond those required by law or by prudent behaviour. Because we are in a world of endogenous credit and money, banks make loans and search for reserves later. Therefore, banks have already made loans to all firms and agents that they consider to be creditworthy and who have requested such loans. The fact that banks suddenly have additional reserves at their disposal does not make existing firms more creditworthy. ... it is crystal-clear that bank are not constrained by reserves in their lending behaviour since bank continuously borrow high powered money from the central bank, in order to fulfil their reserve requirements ... . So what are the private banks going to do with their newly-found reserve deposits at the central bank? These reserve deposits will be used to reduce their debt *vis-à-vis* the central bank [*step 3*]. As soon as these reserve deposits are created, as a result of te domestic balance of payment

<sup>5</sup> Trascuriamo l'1% di riserve che le banche trattengono a fronte dei nuovi depositi.

surplus, they are destroyed as private banks reimburse their debt to the central bank. There will be no increase in the size of the balance sheet of the central bank" [*finale*].

In altre parole, in finale la base monetaria o "high powered money" (o ancor meglio *base money*) non è mutata.

Abbiamo sopra osservato come Bindseil e Pantelopoulos ritengano che il *compensation mechanism* non sia di iniziativa bancaria ma opera delle banche centrali. In una mail privata Pantelopoulos mi ha specificato:

"I have actually discussed this issue with Lavoie. While the compensation thesis is correct in terms of the end result, I have tried in my work to further unpack the mechanics of how central banks actually operate. In other words, while my results and the compensation thesis produce the same results, I have tried to unpack things further.

In other words, if say a bank has excess reserves due to a BoP surplus, the central bank will typically know this in advance (central banks are usually quite good at making these forecasts - as for instance, the majority of FX settlement is T+2, meaning that instructions are sent on T+0, but the actually payment occurs two days later). So the central bank will anticipate that it has to drain reserves through an open market operation (i.e. selling securities - "exogenous" sterilisation). It is only if a central bank were to make some form of error with regard to its OMOs that banks on their own accord will seek recourse to the central bank's deposit facility - i.e. the reserve excess will be "endogenously" sterilised.

The same holds true if banks have a shortage of reserves (the central bank through its forecasts of reserve flows will enact OMOs and thus the reserve deficit will be exogenously sterilised. However should the central bank make a mistake, banks with a reserve shortage will at the end of the day will seek recourse to the central banks lending facility - i.e. endogenous sterilisation)."