

Università di Siena – Anno accademico 2022-23

**Gli economisti hanno due mani: sistemi di cambio alternativi e sistema monetario internazionale
(dal punto di vista della moneta endogena).**

Dispensa 3 per il corso di Economia internazionale 2022-23¹

Prof. Sergio Cesaratto

(versione 23 novembre 2023)



¹ La studentessa è rimandata anche a D. Salvatore, *Economia internazionale*, Zanichelli, per una trattazione più convenzionale.

Introduzione

1. Un Paese dovrebbe adottare tassi fissi o tassi flessibili?

1.1. Le ragioni dei cambi flessibili

1.2. Le ragioni dei cambi fissi

Box

1.3. Il trilemma dell'economia aperta (reminder)

1.4. Regimi di cambio di tipo intermedio

1.4.1. Managed Floating (fluttuazioni controllate)

1.4.2. Fasce di cambio, Peg regolabili, Peg striscianti e fluttuazione gestita
Exchange Rate Bands, Adjustable Pegs, Crawling Pegs

2. Currency Boards e dollarizzazione

2.1. Currency board

Letture

2.2. Dollarizzazione

Letture

3. Un regime estremo di cambi fissi: l'unificazione monetaria fra più Paesi

3.1. Teoria delle aree valutarie ottimali

3.2. Il padre dell'euro: lo SME

3.3. Il cammino verso la moneta unica

3.4. Il varo dell'euro

4. Il sistema monetario internazionale

4.1. Perché un coordinamento internazionale dei tassi di cambio?

4.2. Il gold standard

4.2.1. Il Gold Standard classico (1880-1914)

4.2.2. Gold standard, in quanto sistema di cambi fissi, e crisi finanziarie

4.2.3. Crisi del gold standard

4.3. Il sistema di Bretton Woods (1944-1971)

4.3.1. Principi basilari

4.3.2. Obiettivi e struttura dell' IMF

Convertible currency

4.3.3. Il dilemma di Triffin (argomento importante)

4.3.4. La fine del sistema di Bretton Woods

Letture

4.3.5. Il dilemma di Triffin è valido? Un nuovo dilemma relativo al dollar standard?

Alcune letture relative all'attualità sulle sfide che la crisi geopolitica pone all'egemonia del dollaro, e sul punto di vista del realismo politico su questa crisi.

Appendice A1 – Salari nominali, tasso di cambio e produttività

Riferimenti bibliografici (incompleti)

Introduzione

In ciascun Paese la politica economica ha idealmente come obiettivi la piena occupazione delle risorse (lavoro e impianti produttivi), la stabilità dei prezzi e l'equilibrio dei conti con l'estero oltre alla crescita sostenibile di risorse e reddito nel lungo periodo. Si potrebbero aggiungere altri obiettivi, in primo luogo una distribuzione del reddito favorevole ai lavoratori, garanzie sociali e così via, e questo dipende dalle preferenze elettorali. L'economia internazionale non ha però una risposta certa su quale regime di cambio (fisso, flessibile o intermedia) sia più favorevole al perseguimento di tali obiettivi. Questo lo si è già visto nella discesa sul modello IS-LM-BP, sebbene lì il quesito fosse in un qualche modo capovolto: dato il regime di cambio, è più efficace la politica monetaria o quella fiscale? In questa parte del corso guardiamo dunque ai pro e contro dei regimi di cambio. Estendiamo successivamente la problematica all'insieme dei Paesi domandandoci quale regime di cambio favorisca la crescita del commercio internazionale mantenendo l'equilibrio delle rispettive bilance dei pagamenti, dunque quale sistema monetario internazionale sia da preferire. Come vedremo le risposte degli economisti sono piuttosto divergenti e spesso contraddittorie fra loro.

Si dice che il presidente americano Truman abbia chiesto disperato che gli portassero un economista con una mano sola (one handed): ogni volta infatti che consultava un economista su una questione questi rispondeva: "Mr. President, the answer is on the one hand X, Y, Z... and, on the other hand S, T, V...". Le risposte non erano mai univoche ed ogni soluzione economica aveva pro e contro. Questo è soprattutto vero nei riguardi dei regimi dei tassi di cambio. Si rammenti infatti sempre che l'economia politica è un terreno di conflitto di interessi fra gruppi o classi sociali e fra Paesi (men che ne dica la teoria marginalista che vi impartiscono), per cui ogni misura beneficia qualcuno e danneggia qualcun'altra. Il giudizio è da ultimo politico. Questo non significa che l'economia sia inutile: sono i politici che dovrebbero con onestà chiarirci quali interessi stanno favorendo. Una soluzione è naturalmente quella del riformismo socialista: cercare un compromesso fra i diversi interessi tutelando, soprattutto, il lavoro e le parti più deboli.

1. Un Paese dovrebbe adottare tassi fissi o tassi flessibili?

I sostenitori di un sistema di tassi di cambio fissi ne sottolineano la certezza e la stabilità, mentre i sostenitori dei tassi flessibili ne esaltano la loro maggiore efficienza nel correggere gli squilibri della bilancia dei pagamenti. Vedremo come non ci sia una conclusione netta sulla superiorità dei tassi di cambio fissi o flessibili.

Dominic Salvatore ritiene che, all'interno di una nazione, ci siano chiaramente dei vantaggi per una moneta unica. La questione andrebbe tuttavia invertita: poiché più valute all'interno di una nazione e tassi di cambio flessibili possono essere strumenti di guerra commerciale fra regioni, e questo conflitto non è compatibile con l'unità nazionale, necessariamente una nazione dovrà avere una moneta unica, ed i disequilibri economici inter-regionali risolti con altri strumenti, come i sussidi dalle regioni più ricche a quelle regioni più povere all'interno della nazione. Dato dunque per scontato che nazione (unione politica) e moneta unica si identificano, possiamo porci la domanda se fra più nazioni sia comunque proficua una unificazione monetaria (che è un caso estremo di cambi fissi), come hanno fatto alcuni Paesi europei.² Ci domanderemo dunque quali siano le caratteristiche di un'area economica composta di più Paesi che la rendano adatta all'unificazione monetaria (teoria delle aree valutarie ottimali).

1.1. *Le ragioni dei cambi flessibili*

Secondo una parte degli economisti un sistema di cambi flessibili è più efficiente di un sistema di cambi fissi perché affida l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti alla variazione dei tassi di cambio, e non dei prezzi o del reddito. Come infatti sappiamo, un tasso reale più competitivo può essere ottenuto sia attraverso una deflazione dei prezzi interni - ma questo comporta in genere un prolungato periodo di disoccupazione volto a piegare i salari monetari - che attraverso la svalutazione del tasso di cambio nominale. Anche doloroso è agire sul livello del reddito attraverso politiche fiscali restrittive: come studiato col prof. Pariboni, infatti, a parità di prezzi, una diminuzione del reddito nazionale fa direttamente diminuire le importazioni.

Si argomenta inoltre che poiché la flessibilità del cambio agisce nel ristabilire la competitività di equilibrio di ciascun Paese - vale a dire il tasso di cambio reale di equilibrio - la speculazione sulla valuta agirà costantemente in direzione equilibrante. Per esempio, se un Paese ha un persistente disavanzo di bilancia dei pagamenti, le aspettative saranno nella direzione di un deprezzamento della divisa. Gli speculatori tenderanno dunque a vendere la valuta in oggetto per riacquistarla a deprezzamento avvenuto, ma in tal modo favoriranno il movimento verso il nuovo equilibrio del

² Una nazione consiste di una popolazione, mono o pluri-etnica, che si riconosce per motivi storici attorno a uno Stato unitario che persegue (almeno idealmente) una perequazione fra i diritti sociali e politici delle diverse componenti etniche, sociali, regionali e così via. Secondo quanto argomentato nelle *Sei lezioni di economia*, non essendo una nazione, cioè mancando una vera solidarietà economica e politica fra i diversi Paesi, l'Europa non doveva adottare una moneta unica. Torneremo su questi argomenti.

cambio. Cambi fissi pervicacemente difesi in presenza di disavanzi esteri porteranno ad un accumulo di tali squilibri, oltre ad elevati tassi di interesse necessari per trattenere i finanziamenti esteri ai disavanzi e il drenaggio di riserve ufficiali per rintuzzare gli attacchi speculativi.³ La speculazione perderà ad un certo punto la fiducia nella sostenibilità del cambio e attaccherà la divisa in maniera violenta, con un drammatico aggiustamento del cambio. In genere i cambi flessibili sono inoltre favoriti da chi, come Milton Friedman, vuole ridurre al minimo l'interferenza pubblica nell'economia avendo fiducia illimitata nelle virtù equilibratrici dei mercati.

Un altro argomento a favore dei cambi flessibili è che il Paese, come sappiamo dal "trilemma", ha un controllo più completo sulla politica monetaria, essendo la fissazione del tasso di interesse non vincolata alla difesa dalla parità del cambio (vedi le prime due dispense).

La scelta del regime di cambio dipende, infine, dalle caratteristiche di ciascun Paese nei riguardi della relazione fra inflazione e disoccupazione. La curva di Phillips è, infatti, diversa fra i diversi Paesi. A parità di tasso di disoccupazione, Paesi caratterizzati da una relativa bassa inflazione (per esempio la Germania ai tempi del marco tedesco) avranno una preferenza per i tassi di cambio fissi; invece Paesi caratterizzati da una relativa elevata inflazione (per esempio l'Italia negli anni settanta ai tempi della lira) avranno una preferenza per i tassi di cambio flessibili, che le consentono un recupero della competitività esterna senza dover accrescere la disoccupazione per frenare prezzi e salari monetari.

BOX L'adozione dei tassi di cambio fissi da parte dell'Italia nel 1979 con l'adesione al Sistema Monetario Europeo (SME) segnò infatti la fine della tolleranza da parte delle autorità monetarie italiane dell'elevato conflitto distributivo. Questa avrebbe di per sé comportato per l'Italia un più elevato tasso di disoccupazione volto a riportare il tasso di inflazione nazionale in linea con quello dei Paesi concorrenti aderenti allo SME. I governi dell'epoca (DC e PSI) continuarono invece nelle politiche fiscali espansive. Questo, assieme a un tasso di cambio reale che si rivalutava,⁴ determinò un peggioramento delle partite correnti. La necessità di finanziare il disavanzo attirando capitali

³ Si rammenti che l'aumento dei tassi di interesse si riverbera sul saldo delle partite correnti essendo gli interessi sul debito parte dei redditi netti dall'estero – si ricordi l'equazione della BdP dalla prima dispensa $(X - M + NFI) + KIF - KOF - \Delta FR = 0$.

⁴ Si rammenterà che: $R = pE/p^e$. E è fisso, se $p > p^e$, R si rivaluta (perdita di competitività).

mantenendo così il cambio fisso portò a un aumento dei tassi di interesse che peggiorò i conti pubblici. Nel 1992 l'Italia abbandonò lo SME.⁵

1.2. *Le ragioni dei cambi fissi*

In verità le ragioni principali per i cambi fissi sono state appena esposte. Essi introducono un elemento di disciplina su salari monetari e prezzi: il precetto di politica economica in cambi fissi è che i salari monetari possano aumentare in linea con la produttività del lavoro. In tal modo i salari reali aumentano con la produttività compatibilmente con prezzi costanti (si veda l'appendice A1 per un approfondimento). Naturalmente i salari reali possono ben aumentare più della produttività in quanto i capitalisti accettino una diminuzione del saggio del profitto (non aumentino dunque i prezzi). Una "politica dei redditi" che leghi la crescita dei salari monetari e reali alla produttività è auspicabile, ma a partire da quale distribuzione di partenza fra salari e profitti? Di nuovo una scelta politica.

Si argomenta in via teorica che coi cambi flessibili verrebbe meno la disciplina distributiva in quanto la variazione del cambio correggerebbe automaticamente gli squilibri di bilancia dei pagamenti dovuti ai differenziali internazionali di inflazione.

L'obiezione che si fa ai cambi flessibili è che sì, forse, aggiusterebbero la competitività esterna minata dai differenziali inflazionistici, ma ne genererebbero di nuovi in seguito all'aumento del prezzo (in moneta nazionale) dei beni importati.⁶

BOX Tassi di cambio fissi ed economie emergenti: "fear of floating". Come argomentato nella quinta delle Sei lezioni di economia, una delle ragioni per cui i Paesi in via di sviluppo adottano cambi fissi è per favorire l'afflusso di capitali. L'economista francese Patrik Artus così riassume con riferimento a politiche recenti:

Why are many emerging countries trying to stabilise their exchange rates?

⁵ Si studi con molta attenzione il cap. 5 di *Sei lezioni di economia*. Interessante osservare come al disavanzo di parte corrente corrisponda il disavanzo pubblico, ovvero che al maggiore indebitamento pubblico corrisponda in termini di stock un maggiore indebitamento estero (si vedano le pp. 246-248 delle *Sei lezioni di economia* e l'importante BOX Saldi settoriali nella dispensa 1).

⁶ Si legga con attenzione il brano di Serrano e Summa nella sezione 6.2.1 al termine della seconda dispensa.

Many emerging countries that are officially in a flexible exchange rate regime are actually trying to stabilise their exchange rates (through a monetary policy that reacts to exchange rate depreciation), known as “fear of floating”.

This central bank behaviour is understandable: a depreciation of the exchange rate leads to a slowdown in countries’ external financing, due to the appearance of currency risk, and therefore to a slowdown in growth.

This dual link, between the exchange rate and monetary policy and between the exchange rate, external financing and growth, can be seen, for example, in Brazil, Mexico, Argentina, South Africa, Malaysia and Thailand.

(Flash Economics 3 Mach 2023 [n° 131])

1.3. *Il trilemma dell’economia aperta (reminder)*

Nella scelta fra i due regimi di cambio vale anche la pena rinfrescare il trilemma già incontrato nelle precedenti dispense.

Come si ricorderà il trilemma mette in luce come un tasso di cambio fisso, flussi di capitale illimitati e indipendenza monetaria non possono essere realizzati contemporaneamente (figura 1). Un tasso di cambio fisso e flussi di capitale illimitati possono essere raggiunti solo se una nazione rinuncia all'autonomia di politica monetaria. Un tasso fisso e l'autonomia monetaria possono essere raggiunti solo se i flussi di capitale sono limitati. Gli obiettivi dell’autonomia di politica monetaria e di flussi di capitale liberalizzati possono essere contemporaneamente realizzati solo se i tassi di cambio non sono fissi.

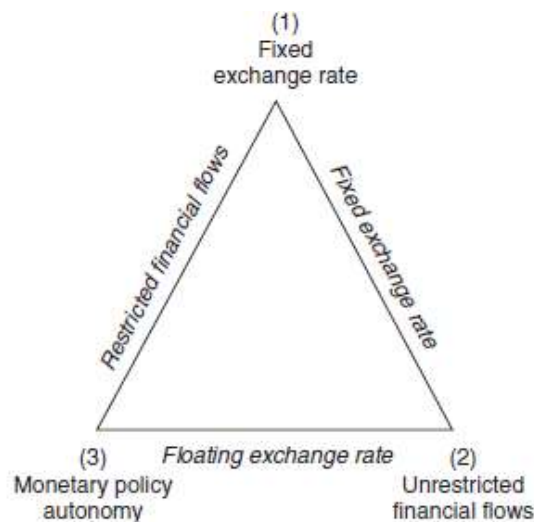


Figura 1

1.4. *Regimi di cambio di tipo intermedio*

Nella nostra trattazione abbiamo sinora supposto un’alternativa secca fra cambi fissi e cambi flessibili. Nella realtà esistono diversi regimi *intermedi* di cambio. Vediamoli rapidamente.

1.4.1. Managed Floating (fluttuazioni controllate)

In un sistema di tassi di cambio fluttuanti gestiti, le autorità monetarie nazionali hanno la responsabilità di intervenire sui mercati dei cambi per attenuare le fluttuazioni di breve periodo senza cercare di influenzare l'andamento di lungo periodo dei tassi di cambio. Le autorità monetarie stimolano le tendenze di lungo periodo del cambio guardando ai cosiddetti fondamentali (principalmente il saldo della bilancia dei pagamenti).

Una politica di stabilizzazione monetaria richiede, come già sappiamo, all'autorità monetaria di:

- a) Soddisfare offrendo riserve ufficiali (comprando valuta nazionale) una parte dell'eccesso di domanda di valuta estera nel breve periodo, moderando la tendenza al deprezzamento della moneta.
- b) assorbire accumulando riserve ufficiali (vendendo valuta nazionale) una parte dell'eccesso di offerta di breve periodo, moderando la tendenza della valuta nazionale ad apprezzarsi.

Ciò riduce le fluttuazioni di breve periodo sebbene le autorità monetarie non intendano contrastare le tendenze di lungo periodo.

1.4.2. Fasce di cambio, Peg regolabili, Peg striscianti e fluttuazione gestita

Abbiamo ora visto come un sistema di cambi flessibili possa comunque vedere un ruolo attivo della banca centrale che lascerà libere le tendenze del sistema verso un cambio di lungo periodo di equilibrio, ma interverrà nel breve periodo per evitare fluttuazioni del cambio indesiderate o ingiustificate. Similmente, un regime di cambi fissi è compatibile con una certa flessibilità del cambio (come si vede fra i due estremi di cambi fissi o variabili c'è una gamma di sfumature).

Exchange Rate Bands

La maggior parte dei sistemi a tasso di cambio fisso consente al tasso di fluttuare all'interno di bande strettamente definite al di sopra e al di sotto del valore nominale. Il tasso di cambio effettivo è determinato dalla domanda e dall'offerta all'interno della banda di fluttuazione e l'intervento ufficiale impedisce che si muova al di fuori della banda (figura 2).

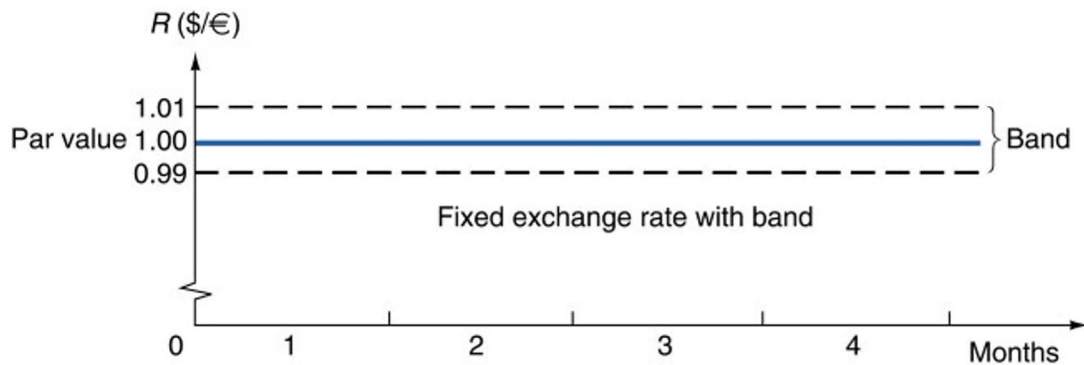


Figura 2

Un esempio di tale sistema è stato lo SME.

Adjustable Pegs

Una parità modificabile richiede la definizione del valore nominale e della banda di fluttuazione, con la clausola che la valuta sarà svalutata per correggere il deficit della bilancia dei pagamenti, o rivalutata per correggere gli avanzi. In altri termini, se il cambio insiste a oltrepassare uno dei limiti della banda in seguito a squilibri persistenti della bilancia dei pagamenti, si procederà a un aggiustamento del tasso di cambio (figura 3).

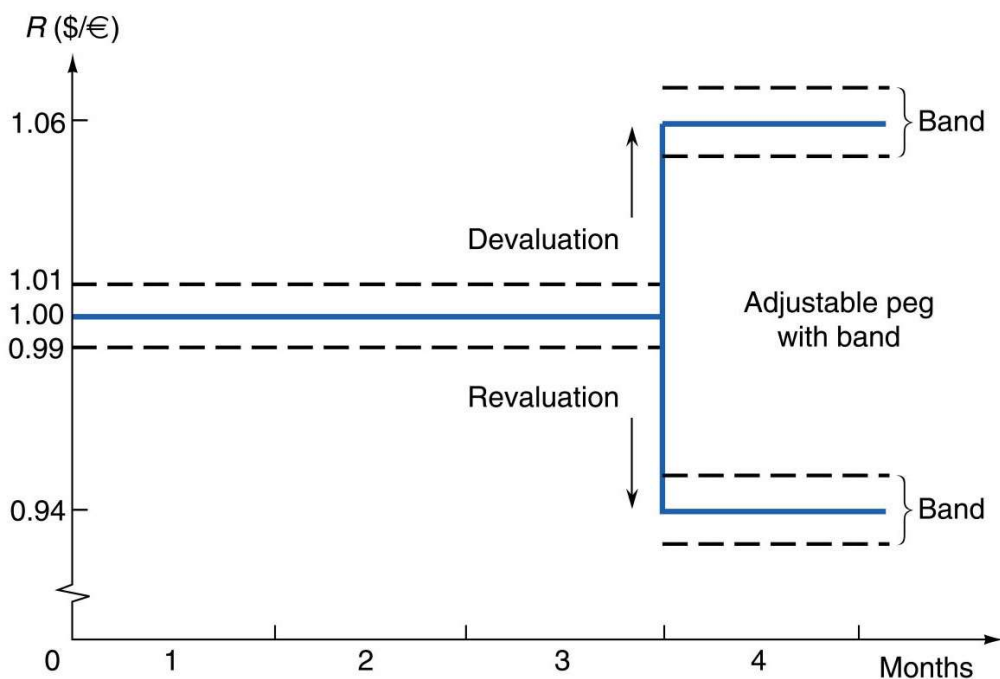


Figura 3

Un esempio di tassi fissi ma aggiustabili è stato il sistema di Bretton Woods (su cui torneremo).

Crawling Pegs

In un sistema di “crawling peg”, le parità vengono modificate di piccoli importi o percentuali preannunciati a intervalli frequenti e chiaramente specificati fino al raggiungimento del tasso di cambio di equilibrio. In questo modo si evitano variazioni relativamente ampie del valore nominale e possibili speculazioni destabilizzanti (figura 4).

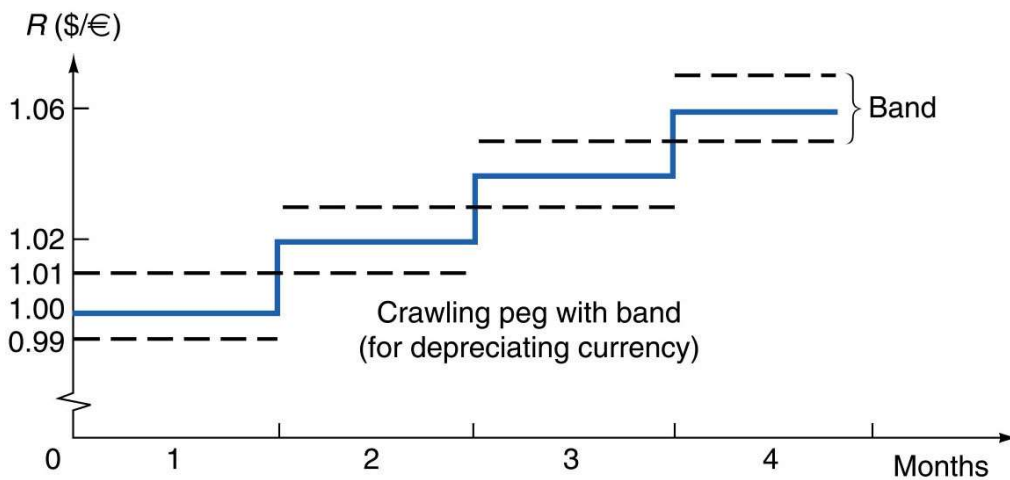


Figura 4

2. Currency Boards e dollarizzazione

Dedicheremo ora una certa attenzione a due regimi di cambio (“currency board” e dollarizzazione) talvolta adottati dai Paesi in via di sviluppo con esiti spesso catastrofici. I due sistemi si somigliano molto. Il caso più famoso di *currency board* è stato l’Argentina negli anni novanta, e di *dollarizzazione* l’Ecuador in anni più recenti. In Argentina è finita male. Sull’Ecuador qualcuno potrebbe scriverci la tesi triennale. Seguiremo le vicende attraverso degli estratti da alcuni articoli di autori che adottano la prospettiva della moneta endogena.

2.1. *Currency board*

Con un *currency board*, una nazione fissa rigidamente il tasso di cambio della propria valuta con una valuta estera e la sua banca centrale cessa di operare come tale rinunciando al potere di emettere base monetaria (riserve più circolante),⁷ e **l’emissione di base monetaria è limitata in**

⁷ Sul funzionamento della banca centrale si vedano i capp. 4 (specialmente pp. 207-219), cap. 6 (pp. 329-339) e appendice A (pp. 393-399) delle *Sei lezioni di economia*.

sostanza al canale estero: si accresce la base monetaria un pesos quando entra un dollaro nelle riserve valutarie. Nei termini dell'equazione impiegata nella seconda dispensa $BM = DC + FX$, il solo canale di creazione di base money è il canale estero FX (ricordiamo che FX corrisponde alle riserve ufficiali) V' è una similarità in questo col *gold standard* (si veda più avanti la **Lettura I**). Come nel *gold standard* la moneta è convertibile 1:1 in oro, nel *currency board* la moneta emessa dalla BC (riserve e banconote) è convertibile in valuta estera (es. in \$). Infatti in Argentina il sistema fu chiamato "sistema de convertibilidad monetaria". Trascurando le banconote (circolante) si ha che $BM = FX$, ovvero le riserve bancarie (BM) coincidono con le riserve ufficiali.

Scopo di tale sistema è bloccare processi inflazionistici molto severi, l'Argentina aveva vissuto infatti, prima della *convertibilidad*, un periodo di iperinflazione. L'inflazione si arresta perché la parità rigida del cambio (addirittura ex lege) muta radicalmente le aspettative di inflazione dei soggetti arrestando il circolo vizioso inflazione-svalutazione che alimenta il processo inflativo. La banca centrale è inoltre impedita nell'emettere moneta per sostenere la spesa pubblica in disavanzo,⁸ e anche questa misura di restrizione fiscale abbatte le aspettative inflazionistiche.

L'ammontare di credito domestico creato dal sistema bancario, dato il coefficiente di riserva obbligatorio, ha un tetto massimo nello stock di riserve in dollari. Ovviamente non è detto che questo potenziale venga tutto sfruttato. Come sappiamo (o dovremmo sapere!) il moltiplicatore monetario secondo cui l'ammontare di credito creato dal sistema bancario è funzione dell'ammontare esogeno della base monetaria creata dalla banca centrale è una nozione sbagliata.⁹ *Ma prof., se la domanda di credito aumenta e le banche intendono soddisfarla, ma la copertura in dollari della base monetaria potenziale è tutta esaurita, cosa accade?* Giusta domanda. Naturalmente se le partite correnti sono in surplus, V' è un afflusso netto di dollari che può servire allo scopo. Se ciò non accade, lo stock di dollari può essere accresciuto attraverso nuovo debito estero acceso dallo Stato o dalle banche. *Ma se le partite correnti vanno in deficit e c'è una fuoriuscita di dollari la base monetaria si contrae, e così l'offerta esogena di riserve...* Per evitare che le banche si trovino a corto di riserve, o si riduce la riserva obbligatoria o lo Stato si indebita con l'estero per procacciarsi dollari. E' un sistema ben strano.

Ma insomma prof., con il currency board la moneta è endogena o esogena? Fifty-fifty. La domanda di credito è endogena, ma l'offerta di riserve è esogena (dipende dall'afflusso netto di dollari).

⁸ Si ricordi che l'emissione monetaria è limitata al canale estero.

⁹ Una trattazione esauriente del punto è in *Sei lezioni sulla moneta*, appendice A4.

Questo rende il sistema contraddittorio. Attenzione però. Dal punto di vista mainstream il sistema è coerente. Vediamola così: la creazione di base monetaria dipende dal solo canale estero.

L'ammontare di credito dipende dalla base monetaria dato il moltiplicatore monetario (a cui i mainstream credono). Allora il sistema diventa una specie di *gold standard*: un attivo delle partite correnti con afflusso di dollari genera un'espansione del credito interno, un aumento dei prezzi, perdita di competitività (a parità di cambio nominale si rivaluta il tasso di cambio reale) e riequilibrio delle partite correnti. Viceversa, un passivo delle partite correnti genera un deflusso di dollari, una contrazione del credito interno, una caduta dei prezzi, un guadagno di competitività (a parità di cambio nominale si svaluta il tasso di cambio reale) e riequilibrio delle partite correnti.¹⁰

Si tratta di un sistema ben strano: una fuoriuscita di dollari implicherebbe una contrazione del credito bancario col fallimento di molte imprese e di riflesso delle banche: potrebbe un governo lasciar crollare l'economia in questo modo? Sarebbe costretto, come detto sopra e come vedremo accaduto in Argentina, a indebitarsi con l'estero per raccogliere dollari. Nei fatti il governo (o la banca centrale) si farebbe carico del deficit di bilancia dei pagamenti, e nuovo debito pubblico e nuovo debito estero coinciderebbero. Nei termini della ben nota equazione della bilancia dei pagamenti:

$$\text{saldo PC} + \text{saldo CF} = \Delta RU$$

(che abbiamo anche scritto come $CA + FA = \Delta FX$)

con un saldo negativo delle PC maggiore di quello positivo del CF, le RU diminuirebbero, e dato che FX è l'unico canale di creazione (in questo caso di distruzione) della BM, è necessario un maggiore saldo positivo del CF per impedire questa diminuzione.

In un *currency board*, peraltro, disavanzi di partite correnti sono assai probabili se ci si aggancia a una valuta che tende a rivalutarsi (come accadeva al dollaro durante il *currency board* argentino) o se l'inflazione domestica non è perfettamente allineata con quella del Paese di riferimento.

Letture (I) Gedeon, S. J. (2009). Money Supply Endogeneity under a Currency Board Regime: The Case of Bosnia and Herzegovina. *Journal of Post Keynesian Economics*, 32(1), 97–114.

<http://www.istor.org/stable/27746885>

¹⁰ Per il *gold standard* basta sostituire oro a dollari.

The domestic money supply is said to adjust endogenously to changes in the balance of payments, mimicking the self-regulatory mechanism of the gold standard. A trade deficit should trigger reserve losses, and the automatic link between reserve losses and tightening of domestic credit ...

A CBR (currency board regime) is a fixed exchange rate system in which the monetary authority/ central bank commits to peg the domestic currency to a foreign anchor currency. It issues domestic currency that is fully backed by the reserves of foreign assets and stands ready to exchange its currency on demand for the anchor foreign currency at a fixed exchange rate. New emission of domestic currency must be backed 100 percent with foreign exchange, and so the total amount of its domestic base money corresponds to the value of the board's holdings of foreign reserve assets. Unlike traditional central banks that may hold (monetize) government debt, currency boards may only hold foreign exchange reserves as assets. The prohibition against holding domestic assets has implications concerning the ability of a currency board to carry out monetary policy. Although a traditional central bank may pursue discretionary monetary policy by altering its portfolio of domestic assets to change the monetary base or to support the exchange rate, the monetary authority under a CBR is unable to do this. It may neither purchase assets from commercial banks via the discount window nor engage in open market operations; hence, the monetary base is beyond its control. Under the rule-based CBR, market forces determine the monetary base; it is increased when the private sector sells foreign currency to it at the fixed exchange rate and is decreased when the private sector purchases foreign currency from it to finance a balance-of-payments deficit (Williamson, 1995).¹¹ The loss of discretionary influence on the money supply is heralded as a significant advantage. It is claimed that this directly addresses the inherited and persistent problem of soft budget constraints by ruling out active (inflationary) monetary policy or temptations by the central bank to devalue currency. This forces the state to balance its budget or finance any deficit by borrowing from domestic or foreign savers (...) [e non indebitandosi con la propria banca centrale costringendola ad emettere moneta in cambio di titoli pubblici attraverso la cosiddetta monetizzazione del debito].

Essential to both the traditional and modern-day CBRs is the rule that any change in the monetary base is brought about by a change in foreign reserves. According to Williamson, the great advantage of the CBR is that “it builds in a payments adjustment mechanism. This is none other

¹¹ Williamson fu famoso per aver coniato il termine “Washington consensus”, intendendo le ricette neolibériste che il Fondo monetario internazionale impose ai Paesi in via di sviluppo negli anni ottanta e novanta. Cottarelli...

than what has often been identified as the gold-standard adjustment mechanism, otherwise known as the price-specie-flow mechanism, based on perhaps the oldest model in economics, that of David Hume. (1995, p. 17, emphasis in original)”

Money supply endogeneity arising from the currency board's transmission mechanism is traced through Δ international reserves $\rightarrow \Delta$ monetary base $\rightarrow \Delta$ broad money [circolante + depositi]. In most accounts, a current account deficit will lead to a reduction in the monetary base as the public trades domestic currency for foreign currency, with the consequence of a rise in interest rate, fall in aggregate demand and price level, and depreciation of the real exchange rate that sets into motion a restoration of equilibrium...

A model of a CBR based on the "consensus" literature and adapted from Lewis (2002) is presented below. Let currency board notes and bank deposits serve as money supply, M , in the CBR. Money, M , is a multiple of the monetary base, B . $M = mB$, (1) where $m = 1 + c/(c + r + e)$ is the money multiplier. Within the multiplier expression, c , r , and e represent the cash holdings, C , required reserves, R , and excess reserves, ER , held as a percentage of demand deposits: $c = C/D$, $r = R/D$, and $e = ER/D$. They are institutional parameters that are assumed to be constant. The monetary base, B , is composed by currency board notes, N . These are held by the public, NP , or the banks, NB . By currency board rules, all currency issued by the currency board must be backed by foreign reserves, FR . $B = NP + NB = FR$.¹² (2) As with the gold standard, the currency board's reserve holding are directly related to the acquisition of foreign reserves, FR . From a balance of-payments perspective: $\Delta FR = X - Z + W + K$, (3) where X is exports, Z is imports, W is workers' remittances, K net private capital inflow (foreign direct investment + commercial lending + portfolio equity + money market investments).¹³ The relationship between credit or the money supply and foreign change reserves can be expressed as $\Delta M = m(X - Z + W + K)$

Esercizio: semplificare il modello ponendo il circolante uguale a zero.

Commento: il modello presuppone che, nella logica del moltiplicatore monetario, l'ammontare di riserve esogenamente determinato dal canale estero determini l'ammontare di depositi (M)

¹² Nella nostra notazione $BM = CIRC + R = FX$.

¹³ Nella nostra notazione $saldo PC + saldo CF = \Delta RU$.

creato. Certamente l'ammontare di riserve può *limitare* l'ammontare di depositi potenzialmente generabili dal sistema bancario, ma non lo può *determinare*.

Esercizio: ho capito bene perché? (ci si rifaccia, naturalmente, alla teoria della moneta endogena delle *Sei lezioni di economia*, lezione quarta, e con maggiori dettagli in *Sei lezioni sulla moneta*).

Letture II. Juan Matias De Lucchi, 2013. "**Endogenous money and public foreign debt during the Argentinean Convertibility**," *Review of Keynesian Economics*, Edward Elgar Publishing, vol. 1(3), pages 322-346.

Nella lettura precedente il currency board veniva accostato al gold standard. De Lucchi lo assimila a un modello Mundell-Fleming con tassi fissi e solo canale estero di creazione di base monetaria. Ci narra inoltre alcune vicende argentine.

According to the **conventional view**, the Argentinean Convertibility regime worked according to the Mundell–Fleming Model with a fixed exchange rate (MFFER), where *the stock of money is endogenous and determined by the balance of payments*, or, in other words, monetary base creation (destruction) is determined by inflows (outflows) of foreign reserves because the central bank is committed to a fixed exchange rate.

Also, in this model, the sterilization process or compensation mechanism does not occur; it also assumes a stable money multiplier. ...

In the traditional and **conventional (neoclassical) view**, within a closed economy, it is standard to claim that money is exogenous because of the direct creation of the monetary base by central bank operations and the indirect creation of credit through the stable monetary multiplier. But in an **open economy**, to say that **money is endogenous and supply-led** would imply the direct creation of a monetary base by foreign reserve variations and the indirect creation of credit through of the stable money multiplier. [Si osservi come in questi passaggi sulla visione mainstream, l'offerta di base monetaria è considerata endogena solo in senso lato, nel senso cioè che dipende dal saldo delle partite correnti considerato endogeno, ma è una endogenità ben diversa da quella della teoria della moneta endogena (v. anche la citazione da Lavoie nota 10, dispensa 2, parte 2); inoltre il moltiplicatore dei depositi, supposto ben funzionante, è guidato dall'offerta di base monetaria].

In a **heterodox approach**, however, money is endogenous and demand-led because of the direct creation of credit by commercial banks to accommodate the credit-worthy demand, and the indirect creation of bank reserves (and monetary base) as a residual of the banking system. So, as the commercial banks accommodate credit-worthy demand

and the central bank accommodates the demand for bank reserves, the ‘financial Say’s Law’ does not operate (...) but something like a ‘financial’ effective demand principle does....¹⁴

The heterodox approach rejects the ‘financial Say’s Law’ assumed by the exogenous money approach – like in the more traditional Monetarist approach – and by the fully endogenous money supply-led approach (MFFER). Banks do not need prior reserves to make loans, because they are creators of money ex nihilo. First, banks lend to credit-worthy borrowers (banks create demand deposits); and then they look for (demand) bank reserves in the interbank market. As a result, given the institutionally determined, target overnight rate of interest, the central bank creates (sterilizes) bank reserves when the [Mundell Fleming fixed exchange rate regime] interbank market has a deficit (surplus)....

in the conventional view, the money creation process during the Convertibility was as in a pure MFFER model, where the automatic adjustment process from the foreign reserves to monetary base operates fully. The causality would be from the balance of payments to the printing of currency [$\Delta FX = \Delta BM$]. A typical conventional view suggests that: “Thus, the central bank gives up monetary policy, as money supply becomes entirely endogenous. Hume’s endogenous adjustment mechanism is under full operation ... Since March 1991, changes in the monetary base were primarily determined by changes in international reserves ...” (...).

Also, demand deposits would be indirectly endogenous and supply-led, in this view, due to the existence of a stable money multiplier. Thus, at the beginning of the Convertibility:

“... capital inflows increased both credit supply and aggregate demand ...” (...)

This is the case, in the conventional view, because:

“... money multipliers and credit operate fully, resulting in a pro-cyclical response of the economy ...” (...)

Finally, the BCRA [Banca Centrale della Repubblica Argentina] would lose the ability to set the monetary policy and the ability to act as a lender of last resort. In their words:

“In order to print pesos, the central bank must buy an equal amount of dollars. It is impossible to debase the currency. If the domestic financial market required more liquidity, it would have to provide the central bank with dollars. “...

While the BCRA had enough surplus of dollars, it could accommodate unconditionally the demand for reserves without any liquidity problems in the system. **But without free foreign reserves the**

¹⁴ Si vedano le *Sei lezioni sulla moneta*, p. 252.

accommodation of the BCRA depended on the ability of the Argentinean State to obtain funding in foreign currency. In this case, the government could sell public debt denominated in dollars, to foreign and/or domestic residents, to accumulate the foreign reserves necessary to back the monetary base flow derived from the internal endogenous credit creation and the withdrawal of deposits by households or firms....

[Debito in genere emesso in valuta straniera (in dollari):]

the government does not need to issue debt denominated in dollars to obtain dollars in the primary market. If a non-resident agent buys a bond denominated in domestic currency, the central bank accumulates foreign reserves too. But this 'privilege' (typical of countries with 'sovereign money') is not possible in economies with chronic current account deficits (This is what Eichengreen and Hausmann (1999) refer to as the 'original sin.')¹⁵ ...

Once the distinction between domestic and foreign debt is clarified, it is easy to understand why Convertibility collapsed. The BCRA did not have enough free foreign reserves. Simultaneously, the government was suffering foreign credit rationing because the degree of its external financial fragility had reached high levels. The liberalization process with a boom in imports and no significant increase in exports was behind the dollar shortage,...

The main point here is that, if the monetary base is greater than the effective foreign reserves, the State should cover this discrepancy with foreign debt, in order to avoid a devaluation of the exchange rate. According to Serrano and Summa (2011):

"Thus capital inflows alone do not directly generate credit booms even under a currency board regime where monetary issue must have rigid backing in foreign currency. What happens, in fact, in countries adopting this system is that domestic banks lend the amount they want in local currency to borrowers considered creditworthy, given the basic interest rate and the bank spread. In this case, an increase in bank lending in the country tends to create the usual need to increase bank reserves, a need that is supplied to the system as a whole, whether through increased loans from the central bank to the private banking sector, whether by sale of government bonds from banks to the central bank. In both cases the monetary base expands endogenously pulled by the endogenous expansion of credit and money supply. Naturally this increased base decreases the degree of coverage of foreign exchange ballast system. This forces the government of the country trying to attract more foreign funds to enlarge the foreign

¹⁵ Si veda al riguardo *Sei lezioni di economia*, p.249 e successive.

reserves and restore the backed currency system. The end result known is a strong increase in external public debt (foreign currency) with the international private sector (and/or with the government of the metropolis in the case of colonies that have used this scheme) which becomes necessary if the domestic banking system is to pay for activities that use very little foreign exchange". (Serrano and Summa, 2011, p. 12, author's translation) ...

Table 2 illustrates in stylized presentation this accommodation by the process of increasing foreign indebtedness. This is seen using the balance sheets of commercial banks, the central bank and the government. In step 1, commercial banks accommodate the credit-worthy demand by 100 monetary units denominated in pesos. As the bank creates money ex nihilo, it lends to households or firms, and accounts for it in its balance sheet as a new asset (loan) and a new liability (deposit). In step 2, as we are assuming that neither the bank nor the banking system has excess reserves, the central bank lends (prints) 20 pesos to the bank to meet the compulsory requirements (assuming that it is 20 percent of deposits). Thus, this reserve expansion decreases the convertibility ratio – that is, the relation of foreign reserves to the monetary base. But as shown in step 3a, to hold the previous convertibility ratio constant *the government issues foreign debt (bonds) in the primary market to receive 20 dollars, which it then deposits in its account at the central bank. Thus, government deposits are counted as foreign reserves, thereby re-establishing the convertibility ratio at the level of step 1. ...*

Table 2 Description of cash flows (government deposits at the central bank)

Step	Commercial bank		Central bank		Government	
	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities
1	Loan +100	Deposit +100				
2	Loan +100	Deposit +100	Advance to bank +20	Bank reserves +20		
	Compulsory deposit at CB +20	Advance from CB +20				
3a	Loan +100	Deposit +100	Advance to bank +20	Bank reserves +20	Government deposit at CB (dollar) +20	Bond (dollar) +20
	Compulsory deposit at CB +20	Advance from CB +20	Foreign reserves +20	Government deposit (dollar) +20		

Another point that must be understood, and that complicates the picture somewhat, is that during the Convertibility period loans were not only made in pesos, but also in dollars. Yet this particularity does not change our story. If the bank loan is in pesos, the

BCRA needs the dollars to back the printing of banknotes necessary to accommodate the demand for reserves. If the bank loan is in dollars, the BCRA needs the same dollars to accommodate the demand for reserves in dollars. ...

[Il fatto che i residenti possano indebitarsi in dollari aumenta tuttavia la fragilità finanziaria del Paese (le entrate di famiglie e imprese sono in pesos, e se il pesos svaluta il debito in dollari calcolato in pesos aumenta)].

[De Lucchi individua due periodi di applicazione del currency board, una in cui domina l'indebitamento estero privato, il successivo in cui domina quello dello Stato:]

It is possible therefore to distinguish two periods within Convertibility... . The first was between the beginning of Convertibility up to the Tequila crisis in 1995. This was the Convertibility 'golden age,' since the nonfinancial private sector was determinant in the net capital inflows. The second period goes from the Tequila crisis to the final collapse in 2001. In this last period, the consolidated public sector was the main contributor of dollars through an unsustainable foreign indebtedness process. The averages of the respective capital and financial account results for the 1992–1994 and 1995–2001 periods provide strong evidence for the switch between private and public sector as the main sources of dollars to back Convertibility. While the consolidated public sector inflows increased by 174 percent, the rest of the capital and financial account decreased by 98 percent for the average of the 1992–2001 period.

[Ovviamente l'indebitamento estero costa in termini di interessi il cui pagamento gonfia i disavanzi delle partite correnti. All in all debiti privati in dollari e indebitamento estero del governo portarono al crollo del CB argentino:]

the Argentine currency board was unsustainable not only in banking terms by the dollarization of deposits, but above all in terms of the balance of payments. The collapse in 2001 was a banking crisis and a public foreign debt default

[Questo aggravato dalle politiche consigliate dal FMI (quelle che piacciono all'ex funzionario IMF Carlo Cottarelli):]

The political conditions of the IMF based on an aggressive contractive fiscal policy generated an improvement in net exports: the recession reduced imports but to a level insufficient to resolve the current account deficit and the balance of payments constraints. However, as tax revenues are endogenous to the level of economic activity, recession aggravated the fiscal deficit. Then, the government issued bonds in dollars (the only types of bonds validated by the market) to cover public spending. Summarizing, contractive fiscal policy increased net export indirectly

to mitigate the current account deficit, but at the same time incorporated an additional source of public indebtedness in dollars.

[Le conclusioni di De Lucchi:]

In the Argentinean case, the short-term sustainability of Convertibility with endogenous and demand-driven money creation could only be maintained by a process of increased and unsustainable public foreign indebtedness. This was the result of the economy's chronic current account deficit (or insufficient surplus) to provide for dollars. The currency board scheme cannot be sustained in the long run because the credit in dollars is not unlimited for countries with chronic current account problems. Credit rationing in dollars is a precautionary response to the debtor's financial fragility.

Hence, under a chronic current account deficit, currency boards only worsen the balance of payments constraints. Convertibility never could be stable because the convertibility ratio is endogenous and it cannot be administrated with foreign debt in the long run: foreign reserves are determined by the balance of payments and the monetary base is driven by domestic credit demand. To control the convertibility ratio, public indebtedness deepened the chronic current account deficit via greater interests and worsened the public sector's financial fragility.

In contrast to other recent experiences of dollarization, such as the Ecuadorian case, the Argentinean Convertibility did not have the 'advantage' of an Anthro-Export Model to mitigate the balance of payment constraint (Vernengo and Bradbury 2011). The remittances and the ability to 'export people' never were a viable social alternative.

[De Lucchi compara qui l'adozione del currency board in Argentina con la dollarizzazione adottata dall'Equador. Ci torneremo fra poco.]

Vogliamo infine richiamare il legame fra *currency board* e "ciclo di Frenkel" (cap. 5 delle *Sei lezioni di economia*) implicito nelle letture. Abbiamo già detto come tassi di cambio fissi possano generare cicli di indebitamento della *periferia* nei confronti dei Paesi *core*. In effetti tutto torna: il *currency board* rende più propizio l'indebitamento estero e cicli di espansione del credito interni (l'afflusso di dollari assicura che la base monetaria cresca). Con i boom immobiliari finanziati dall'espansione del credito aumentano anche le importazioni e le partite correnti si fanno negative, con conseguente perdita di valuta. Come argomenta De Lucchi il governo si indebita per non far mancare base monetaria, nei fatti l'indebitamento pubblico verso l'estero finanzia il

disavanzo corrente.¹⁶ Le partite correnti continuano a peggiorare anche per il pagamento degli interessi sul debito. Tutto questo dura sino a quando i prestatori stranieri perdono la fiducia (*sudden stop*). A quel punto si innesca la crisi finanziaria: il governo sospende il pagamento delle rate e degli interessi sul debito, il cambio crolla (il *currency board* è abbandonato), interviene il FMI che concorda con le banche creditrici la ristrutturazione del debito (allungamento scadenze e tassi calmierati) e impone l'austerità fiscale per favorirne la restituzione attraverso avanzi correnti; la svalutazione attenua un po' gli effetti negativi dell'austerità. Una storia simile è accaduta nell'UE dove in luogo del *currency board* si è creato l'euro.

Per l'esame: ho capito bene in che senso "per favorirne la restituzione attraverso avanzi correnti"

2.2. Dollarizzazione

Nel *currency board* la moneta nazionale ancora esiste, circolante e depositi sono in essa denominati, sebbene l'emissione di base monetaria sia legata 1 a 1 alla disponibilità di dollari (o altra valuta internazionale). Con la dollarizzazione la moneta nazionale scompare, circola solo moneta straniera (dollari o altra valuta internazionale), ed anche i depositi sono ovviamente denominati in tale valuta. La banca centrale nazionale scompare, le banche commerciali acquisiscono riserve in dollari da surplus delle partite correnti (o flussi di capitali dall'estero), e su questa base possono generare credito (sempre su domanda del mercato).¹⁷

La possibile denominazione dei crediti in dollari nel *currency board* evoca che fra quello e la dollarizzazione non c'è soluzione di continuità.

De Lucchi (2013, p. 339) cita Serrano al riguardo.

"According to Serrano (2003): 'The madness of dollarization is that it tends to be adopted by countries suffering from chronic shortage of foreign exchange caused by structural deficiencies of competitiveness. But all dollarization does is to dramatically increase the domestic demand for dollars (since the dollars are being used for a number of purposes, beyond the traditional payment of imports), while it does nothing to increase its supply'. (Serrano 2003, p. 3, author's translation) ... under full dollarization the level of the demand for dollars would be equal to that under a Convertibility regime. Under a full dollarized regime or a full currency board non-dollarized

¹⁶ Naturalmente potrebbero essere anche le banche ad indebitarsi con l'estero.

¹⁷ La dollarizzazione può essere anche in monete diverse dal dollaro. Il Montenegro ha per esempio adottato l'euro senza far parte dell'UME. Può essere oggetto di tesina triennale.

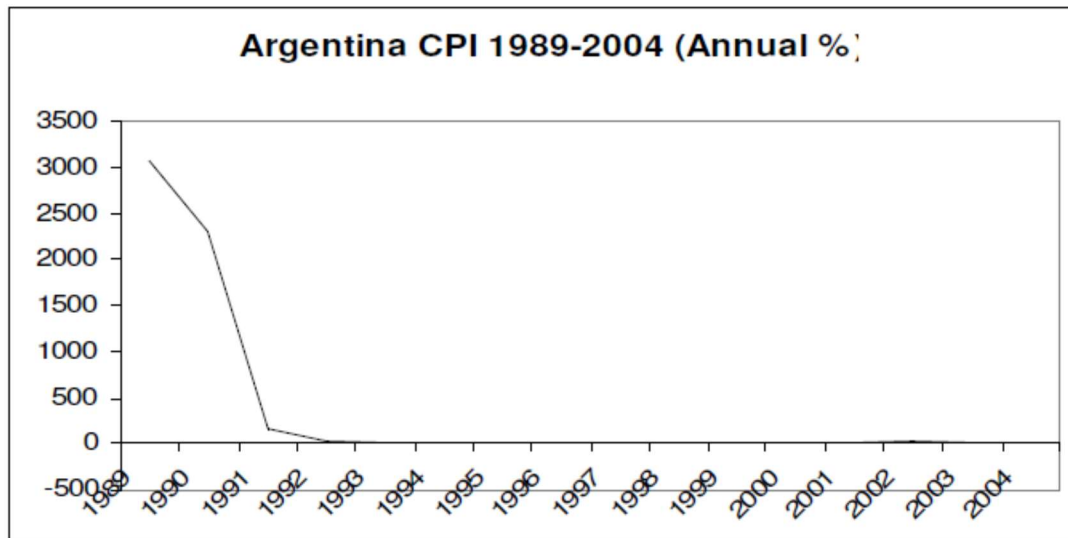
system, the economy needs the same amount of dollars to circulate as currency or to back the domestic currency, and to integrate the bank reserves or to back the bank reserves in pesos. ...”

Lecture III. *Un confronto fra le esperienze dell'Argentina e dell'Ecuador* è Mathew Bradbury & Matías Vernengo (2008). *Rilevano gli autori:*

Argentina was able to hold the exchange rate fixed, part of the Convertibility Plan, for more than 10 years fundamentally because international financial markets and the International Monetary Fund (IMF) were willing to finance the increasing current account deficits. In the case of Ecuador, international financial markets have played an insignificant part. The current account in Ecuador is still in surplus [2011], but this results from the large inflows of remittances sent by immigrants. In other words, Ecuador has been increasingly dependent on the exports of its abundant factor of production, namely: labor. This, as we will show, seems to be a flimsy foundation for economic and social progress.

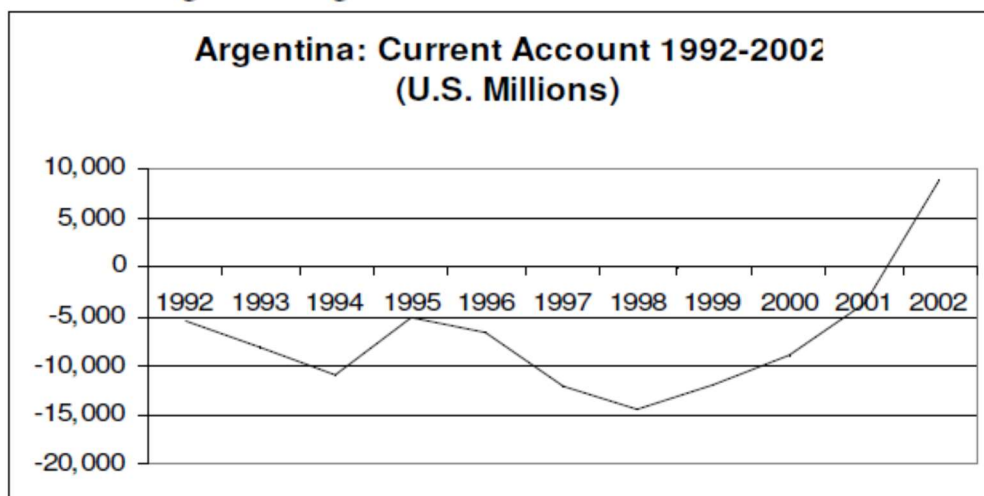
Nel caso dell'Argentina:

In 1991, a fixed exchange rate was adopted which pegged the pesos one-to-one to the U.S. dollar. Known as the Convertibility regime, the fixed peg was designed to constrain monetary policy, creating monetary credibility through utilizing the exchange rate as a nominal anchor for inflation. The success of the Convertibility regime in taming inflation was expedient and dramatic. (Figure 1). The remarkable performance of the policy led the IMF to tout Argentina as the poster-child of structural reforms. But, the characteristics of the monetary reform from which convertibility derived its impressive success in taming inflation were exactly those that would ultimately lead to its collapse...

Figure 1. Argentina Inflation 1989-2004.

Source: World Bank (2008a).

... The U.S. dollar appreciated throughout the 1990s, which implied appreciation of the peso, reducing competitiveness for Argentina in export markets. A rising dollar and strong U.S. productivity growth provided for the appreciation of Argentina's real exchange rate, which was overvalued from the beginning of the convertibility regime. This trend in the real exchange rate explains the chronic external imbalance during the 1990s during which Argentina ran consistent current account deficits (Figure 2).

Figure 2: Argentina Current Account 1992-2002

Source: INDEC Republic of Argentina.

The accumulation of debt implied by the current account deficit was augmented by deficits in the fiscal balance as well. Though the Argentine government was able to run primary fiscal surpluses through most of the 1990s, once interest payments were taken into account, the overall fiscal balance registered deficits (Table 1). The magnitude of the overall deficits was partly masked by windfall gains from privatizations. These interest payments became the main expenditure and the major problem for the country (Schvarzer 2002)

... Argentina's twin-deficits spelled out a debt trap that, coupled with the nature of the exchange rate regime, revealed an unsustainable dependency of foreign capital, would ultimately lead to exploding debt and collapse of the exchange rate regime. The external imbalance and overall structural tendency toward accumulation of debt was aggravated by a series of external shocks that hit the economy starting in the late 1990s. At their root these shocks were primarily related to volatility in global financial markets.

In 1999, Brazil was forced to devalue its currency. As Brazil was both a key trading partner and key competitor in European export markets, the devaluation represented deterioration in Argentina's competitiveness, worsening the tendency toward current account deficits. With the nominal exchange rate fixed, adjustment began to take the form of economic recession. The growth rate of GDP fell from 8.1% to 3.9% moving into 1998 and by 1999 growth was negative at -3.4%...

The wave of external shocks that hit the Argentine economy in the late 1990s created pressure on the sustainability of the peg because they exacerbated external imbalances, but at the same time these shocks generated an endogenous deterioration of the overall fiscal balance and fiscal sustainability. **Dependency on foreign capital needed to service twin deficits in defense of the peg dictated that capital flows be called forth at a time when capital markets were retrenching and Argentina's internal conditions were deteriorating.** These conditions and the direction of risk premiums necessitated rising interest rates and contraction of fiscal policy in the hopes of compensating for investors fears regarding the overall economy and calling forth adequate capital flows.

The initial retrenchment in capital flows that began in 1998 became a reversal by 2000 throughout this interval the central bank was forced to intervene in defence of the currency. As international capital markets contracted, and this contraction was reinforce by endogenous deterioration of fundamentals within the Argentine economy monetary policy too was forced into a contractionary stance.... Continued capital flight throughout December 2001 forced congress to enact the Public

Emergency Law in January of 2002 that terminated the convertibility regime. **Shortly after the exchange rate depreciated more than 236% against the dollar.** The Convertibility experiment was over.

Nel caso dell'Ecuador:

the appreciation of the real exchange rate after dollarization is one of the most important effects of the reform, and often one of the least understood.¹⁸ **The general public has difficulty in noticing appreciation, since the exchange rate, once the country dollarizes, disappears. However, the relative cost of domestic goods vis-à-vis foreign goods remains central for the evolution of the current account.**

Figure 4 [non qui riportata] shows the evolution of the real exchange rate in Argentina, which devalued heavily after the 2001 crisis, and Ecuador. The scale of the Argentinean depreciation dwarfs the Ecuadorian appreciation, but the effects should not be minimized. A significant appreciation of the currency compounds the effects of the liberalization of the trade and capital accounts of the 1990s, making it difficult for Ecuador to manage its balance of payments disequilibria....

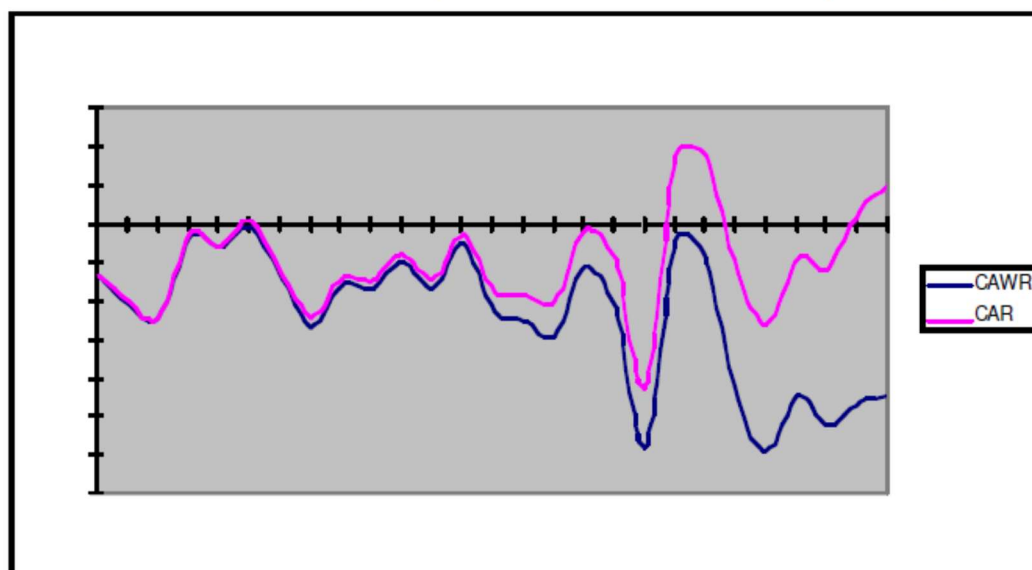
Ecuador, we may note, has been comparatively lucky, since it dollarized in a period that the dollar has lost around 30% of its value against other currencies, boosting Ecuadorian exports in the process. Also, since 2002 the prices of commodities, oil in particular, has boomed. All of these international conditions have eased the Ecuadorian external constraint. By contrast, the 1990s were marked by the appreciation of the dollar and falling commodity prices, which actually made the Argentinean Convertibility less manageable...

However, it would be a mistake to think that the commodity boom and dollar depreciation have given Ecuador sufficient space in their balance of payments to grow with encountering any kind of restrictions. In fact, as Figure 5 shows the current account has only recently switched to surplus, after having been in deficit for all of the 1980s and 1990s, and a good part of this century. Yet, this is not the most disconcerting fact to emerge from Figure 5. In fact, if we remove remittances, sent by Ecuadorian living abroad, the current account would still be in deficit, even though the growth

¹⁸ Non per voi che sapete che: $R = Ep/p^e$. Se E è fisso e $p > p^e$, R si apprezza (perdita di competitività).

performance has been so far dismal, with one of the lowest rates of per capita growth in the region....

Figure 5. Current Account with (CAR) and without Remittances (CAWR) (1980-2006).



Source: ECLAC (2007).

This suggests that the sustainability of dollarization in Ecuador, in contrast to Argentina that has never depended heavily on remittances as shown in Table 4, is based not on the old Commodity-Export Model, but on a new Anthro-po-Export Model, so to speak, which depends increasingly on its ability to export what seems to be its most competitive product, namely: its own people.

Per memoria: l'euro è una sorta di dollarizzazione. Se R apprezza, una banca centrale nazionale può ancora creare euro per fissare i disavanzi delle partite correnti, lo fa indebitandosi con l'estero con le passività TARGET 2.

3. Un regime estremo di cambi fissi: l'unificazione monetaria fra più Paesi

Attenzione: questa sezione è sintetica, prendere appunti a lezione (o procurarseli) e cominciare a studiare bene i capp. 5 e 6 delle *Sei lezioni di economia*, oltre a: S. Cesaratto, La moneta senza politica, in *Dopo le crisi. Dialoghi sul futuro dell'Europa*, a cura di Edmondo Mostacci, Alessandro Somma Cesaratto in LIBRO SOMMA; Alberto Bagnai, *Il tramonto dell'euro*, Imprimatur, 2012, pp. 111-134. Il Tramonto dell'Euro 111-134*

Con la dollarizzazione un Paese rinuncia alla propria moneta. Anche con l'unificazione monetaria fra Paesi, ciascuno Stato aderente rinuncia alla divisa nazionale per una che è di tutti e di nessuno. L'analisi economica, ben prima dell'euro, si è domandata quali sono le condizioni per cui è conveniente per un gruppo di Paesi condividere la moneta.

3.1. Teoria delle aree valutarie ottimali

Un'area o un blocco valutario ottimale è un gruppo di nazioni le cui valute nazionali sono legate da parità di cambio fissate in modo permanente.

Le condizioni che rendono ottimale un'area valutaria ottimale sono in generale d'essere un'area economicamente e socialmente omogenea, e in particolare:

- mobilità delle risorse tra i paesi membri
- somiglianze strutturali (improbabilità di shock asimmetrici)
- disponibilità delle nazioni a coordinare le politiche fiscali, monetarie e di altro tipo.
- tassi di inflazione simili (dunque istituzioni simili nel mercato del lavoro)
- esistenza di un Bilancio federale e trasferimenti perequativi fra i Paesi membri.

Perché queste condizioni sono in Europa assenti o molto difficili a realizzarsi? Fare riferimento ai lavori del prof. Cesaratto sopra citati.

3.2. Il padre dell'euro: lo SME

Il Sistema Monetario Europeo (SME), costituito nel 1979, ha posto le basi per la successiva unione monetaria dei membri della Comunità Europea. Caratteristiche principali:

- Istitui l'Unità di conto europea (*European currency unit*, o ECU), media ponderata delle valute dei membri.

Stabili limiti ristretti per la fluttuazione (+/- 2,25%) intorno alla parità, istituendo un sistema di tassi di cambio fissi ma regolabili.

Per le vicende dell'economia italiana nell'ECU si studi il cap. 5 delle *Sei lezioni di economia*.

3.3. Il cammino verso la moneta unica

Il Trattato di Maastricht del 1991 ha definito l'agenda per il raggiungimento della piena unione monetaria.

Le tappe dell'unione monetaria:

- Coordinamento delle politiche macroeconomiche e rimozione delle barriere ai movimenti di capitale all'interno delle nazioni.
- Creazione dell'Istituto Monetario Europeo come precursore della Banca Centrale Europea.
- Creazione di una moneta unica e di una Banca Centrale Europea per gli interventi sul mercato dei cambi e le operazioni di mercato aperto.

Condizioni per l'adesione all'Unione monetaria:

- Inflazione non superiore all'1,5% rispetto alla media dei tre membri con i tassi più bassi.
 - deficit di bilancio non superiore al 3% del PIL
 - Debito pubblico complessivo non superiore al 60% del PIL.
 - Tassi di interesse a lungo termine non superiori di oltre 2 punti alla media dei tre Paesi con i tassi più bassi.
- Il tasso di cambio medio non deve scendere di oltre il 2,25% rispetto alla media dello SME per i due anni precedenti l'adesione.

3.4. Il varo dell'euro

All'inizio del 1999, lo SME è diventato l'Unione Monetaria Europea (UEM). L'euro è diventato la moneta comune degli 11 Paesi dell'area dell'euro (Austria, Belgio, Germania, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Spagna, Portogallo e Paesi Bassi. La Grecia ha aderito nel 2001).

Attualmente (2023) l'Eurozona conta 21 Paesi membri.

La Banca centrale europea e la politica monetaria comune:

- La Banca centrale europea (BCE) è il braccio operativo del Sistema europeo di banche centrali.
- Istituita con l'unico obiettivo di perseguire la stabilità dei prezzi. Indipendente dal Parlamento europeo. Politica monetaria unificata con solo obiettivo stabilità dei prezzi.

Background di analisi economica: dualismo parte reale/parte monetaria (v. cap. 2 delle *Sei lezioni di economia*), quindi inefficacia politica monetaria e indipendenza banca centrale; *tie your hands* (v. cap. 5 delle *Sei lezioni di economia*).

Politica fiscale vista come negativa e dunque fatta di vincoli: assenza sia di un bilancio federale che di una politica fiscale comune anticiclica. Occupazione vista come problema nazionale da ottenersi attraverso la flessibilità dei prezzi (dei salari). Dunque un programma anti-keynesiano e basato

sulla versione di lungo periodo dell'analisi neoclassica. Questi spunti vanno capiti molto bene ai fini dell'esame.

Per l'esame: qual è il legame fra dualismo dell'economia neoclassica e governance economica europea?