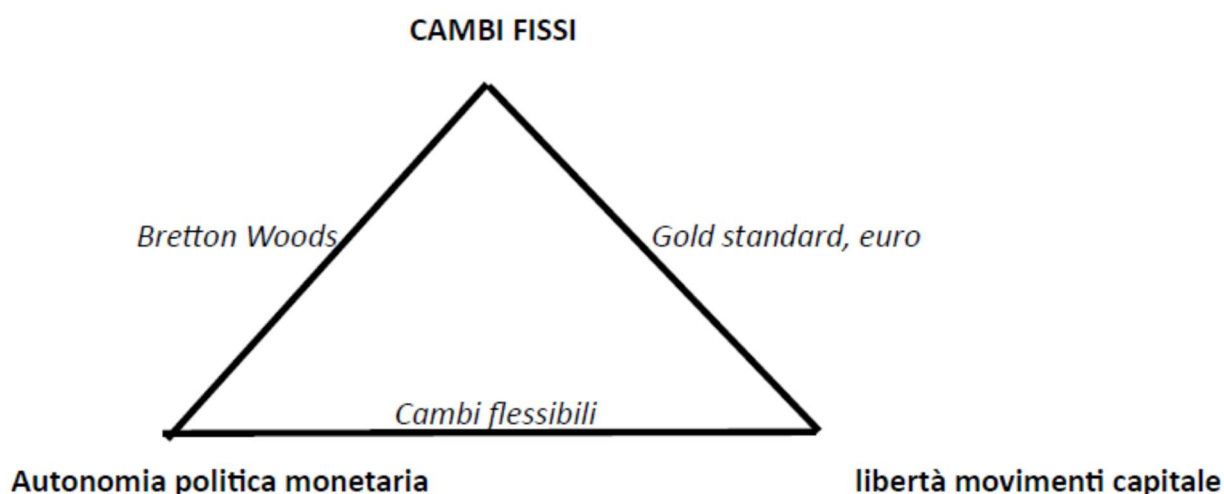


## A. Le asimmetrie del trilemma monetario

### A.1. Il trilemma della politica monetaria

Più avanti incontreremo la presunta esistenza della "trinità impossibile" o trilemma monetario. Nell'ambito di tale trinomio, i responsabili della politica economica sono costretti a conciliare tre obiettivi ritenuti auspicabili ma irraggiungibili contemporaneamente (ma solo a coppie), ossia: (i) raggiungere l'indipendenza monetaria; (ii) mantenere un tasso di cambio strettamente controllato o fisso; (iii) rimanere aperti ai flussi di capitale globali (figura 4).<sup>1</sup> In termini intuitivi il trilemma monetario è il seguente: *in un sistema di cambi fissi o controllati un Paese non ha la libertà di fissare un tasso di interesse domestico difforme da quello internazionale in quanto il movimenti di capitale (se liberi) indotti da tale difformità possono destabilizzare il tasso di cambio.*



Nota: sul lato destro aggiungere SME (Sistema monetario Europeo 1978-1998)

Figura 4 – Il trilemma tradizionale

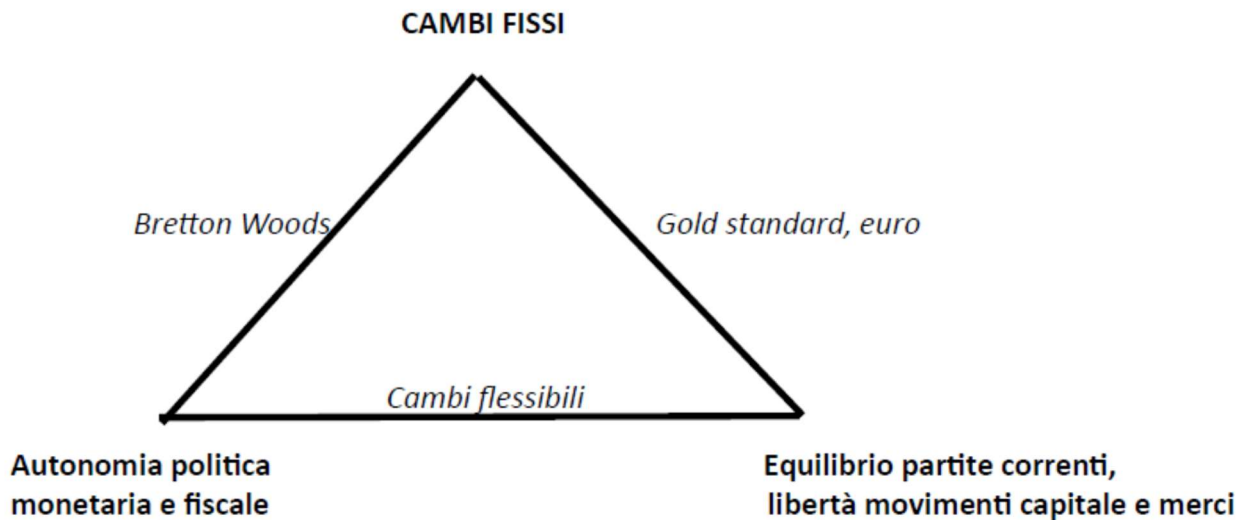
Così esposto il trilemma sembra riguardare soprattutto i movimenti di capitale lordi, quelli puramente finanziari (i nostri *KIF* e *KOF*). Ma a ben vedere, movimenti di capitale sono generati anche da squilibri delle partite correnti che, infatti, generano movimenti di capitale che abbiamo definito *compensativi*.

Nel contesto presente la questione che intendiamo affrontare è dunque la seguente: *quali margini ha un Paese che aderisca o adotti un regime di tassi di cambio fissi (o controllati) di fissare*

---

<sup>1</sup> Non si vede in che senso la libertà di movimento dei capitali sia un obiettivo auspicabile se non dal punto di vista della teoria marginalista (come vi ha spiegato il prof. Pariboni). Essi erano strettamente controllati sotto il regime di Bretton Woods durante il quale non si verificarono crisi finanziarie (dispensa 3).

liberamente il proprio tasso di interesse (dunque difendere la propria indipendenza monetaria) in presenza di squilibri (surplus o disavanzi) della BoP? Consideriamo dunque il “trilemma esteso” (figura 5).



Nota: sul lato destro aggiungere SME (Sistema monetario Europeo 1978-1998)

Figura 5 – Il trilemma “esteso”

Esaminiamo ora il trilemma alla luce di quanto abbiamo esposto sulle modalità dei pagamenti internazionali. Nell'ambito delle attuali modalità per il regolamento dei pagamenti (cioè senza un livello centrale di conversione in valuta estera), **constateremo che mentre il trilemma è certamente vincolante se l'economia nazionale registra un disavanzo della bilancia dei pagamenti, lo stesso non si può dire se l'economia registra un avanzo della bilancia dei pagamenti.** Similarmente ai precedenti regimi monetari come il *gold standard* e il *gold exchange standard* (si veda la dispensa 3) – quando l'obiettivo esterno risiedeva prevalentemente nel mantenimento della convertibilità valutaria in oro – di fronte alle difficoltà della bilancia dei pagamenti le autorità economiche devono scegliere tra il mantenimento di un tasso di cambio desiderato, o invece la conservazione della stabilità socioeconomica interna relativa ai livelli di produzione e occupazione e ai prezzi, lasciando dunque invariate le politiche monetaria e fiscale. Tuttavia, come verrà dimostrato, i policymaker sono in grado di aggirare i vincoli del trilemma nel caso di un avanzo della bilancia dei pagamenti. Questa asimmetria porta a concludere che i costi dell'aggiustamento di squilibri della BdP ricadono in genere sui Paesi in disavanzo, risultato su cui torneremo.

## A.2. Il trilemma è sempre vincolante? La sterilizzazione esogena ed endogena

Rammentiamo per l'ennesima volta l'identità della bilancia dei pagamenti  $BoP = CA + FA - \Delta FR$ , dove  $CA$  è il conto corrente,  $CF$  contiene il conto capitale e il conto finanziario mentre  $-\Delta FR$  rappresenta la variazione delle riserve estere della banca centrale. La banca centrale può accumulare scorte di  $FR$  se  $CA + FA > 0$  (si parla dunque di un avanzo di bilancia dei pagamenti). D'altra parte, se  $CA + FA < 0$ , la banca centrale è costretta a difendere il tasso di cambio nazionale intaccando uno stock finito di  $FR$ .

Sosterremo dunque che, sebbene il trilemma sia vincolante quando l'economia nazionale registra un *disavanzo* della bilancia dei pagamenti, non si può dire lo stesso in presenza di un *avanzo* della bilancia dei pagamenti. Ciò sarà dimostrato considerando il modo in cui la banca centrale effettua le operazioni di gestione della liquidità per mantenere l'obiettivo di tasso di interesse. Com'è noto le banche centrali raggiungono il loro obiettivo primario orientando il tasso interbancario nazionale determinato dal mercato – il prezzo al quale le banche commerciali si prestano riserve l'una con l'altra – verso un tasso di policy overnight.<sup>2</sup> Prima della crisi finanziaria globale e della pandemia di Covid 19, la maggior parte delle banche centrali orientava i tassi interbancari attraverso uno *schema a corridoio*, in cui il tasso di policy era situato tra il tasso sulle operazioni di prestito (*marginal lending facility*) che fungeva da tetto massimo e il tasso sulle operazioni di deposito (*deposit facility*) che costituiva il tetto minimo.<sup>3</sup>

**Discuteremo ora come questo modello operativo di determinazione del tasso di interesse da parte della banca centrale sia sostenibile alla luce degli squilibri esterni che possono essere generati da un sistema di cambi fissi.**

**Cambi fluttuanti I** - *In un sistema di tassi di cambio puramente fluttuanti, le banche centrali non detengono alcuna riserva estera – poiché non c'è mai alcun intervento in valuta da parte della banca centrale – né sotto forma di depositi presso banche di altre giurisdizioni (cioè attraverso banche che aprono vostri conti per conto delle banche centrali), né attraverso la detenzione di altri*

---

<sup>2</sup> Stiamo dunque supponendo che la banca centrale adotti un sistema “a corridoio” (si vedano le *Sei lezioni di economia*, lezione quinta e appendice A, e il corso di Economia monetaria). *Per l'esame: sono sicura di averlo capito bene?*

<sup>3</sup> Nel corso del passato decennio **le banche centrali hanno in genere adottato una variazione del corridoio chiamata “floor system”**. Una trattazione aggiornata delle operazioni di sterilizzazione nel nuovo contesto è Bozhinovska, Simona: Central bank balance sheets under foreign exchange accumulation: insights from endogenous money theory and monetary policy implementation

FMM Working Paper, 25 Seiten, [https://www.imk-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync\\_id=HBS-008528](https://www.imk-boeckler.de/de/faust-detail.htm?sync_id=HBS-008528)

*crediti denominati in valuta estera (ad esempio, titoli ecc.).* Pertanto, nel caso in cui il mercato FX non sia "quadrato" in ogni momento, i tassi di cambio fluttueranno a causa della domanda e dell'offerta di valuta estera che non si equilibrano nel mercato FX.

**Cambi fluttuanti II** – I sostenitori dei cambi fluttuanti affermano che essi portano ad aggiustamenti automatici degli squilibri commerciali attraverso un ribilanciamento della competitività. Il deprezzamento della valuta del Paese in disavanzo rende infatti più economiche per gli stranieri le sue esportazioni, e al contempo più costose le importazioni dal Paese in avanzo. In tal modo, naturalmente, il Paese in disavanzo offre una quantità maggiore delle proprie merci in cambio di una quantità minore di merci straniere, si è dunque impoverito. Un deprezzamento valutario corrisponde infatti a un peggioramento delle **ragioni di scambio** del Paese. Ci sono vari problemi, tuttavia, di cui avete parlato già col prof. Pariboni. La reazione di esportazioni e importazioni al tasso di cambio non sono automatiche. Inoltre, l'aumento del prezzo dei beni importati può determinare un'inflazione interna che annulla in parte i guadagni di competitività. In genere tutti i Paesi adottano infatti gestioni controllate del tasso di cambio, anche senza aderire ad accordi formali di cambi fissi con altri Paesi.

Un'altra ragione per cui i Paesi in via di sviluppo cercano di mantenere unilateralmente la parità col dollaro è che hanno il debito estero denominato in dollari. Un deprezzamento della valuta nazionale significherebbe dunque che aumenta il costo in divisa nazionale del debito estero rendendone più difficoltoso il pagamento.

Mentre molte economie affermano di operare in regime di libera fluttuazione dei tassi di cambio (*de jure*), in realtà **la maggior parte delle banche centrali interviene per resistere a significative pressioni di apprezzamento o di deprezzamento** (tipicamente nei confronti del dollaro USA) al fine, soprattutto, di mantenere stabile il prezzo dei beni importati. Pertanto, nonostante il crollo del sistema di Bretton Woods (dispensa 3), si può affermare che **il sistema monetario internazionale continua a operare in un sistema di tassi di cambio manipolati (*de facto*)** in misura maggiore o minore. La linea di demarcazione tra sistemi di tassi fissi e fluttuanti non è netta. Si stima che l'80% delle economie operi con una qualche forma di tasso di cambio gestito in misura maggiore o minore.

Sebbene un tasso di cambio stabile possa essere auspicabile, tale obiettivo può scontrarsi col fatto che, in presenza di difficoltà nella bilancia dei pagamenti, le banche creditrici possano esitare o non

essere disposte a contrarre una nuova esposizione verso le banche dei Paesi in disavanzo (come già sopra notato). Il grado di garanzia di un tasso di cambio stabile da parte della banca centrale è a questo punto circoscritto dalla limitatezza delle riserve estere.

Mostreremo più avanti come, in seguito all'intervento di entrambe le banche centrali per mantenere un tasso di cambio bilaterale stabile, causato dalla mancata disponibilità delle banche creditrici a contrarre nuove esposizioni, qualsiasi deficit o surplus di **riserve bancarie** risultante dall'intervento possa essere *sterilizzato* "esogenamente" o "endogenamente". **In altre parole, a partire da (a) squilibri di bilancia dei pagamenti seguiti da operazioni di stabilizzazione del cambio che generano (b) variazioni delle riserve bancarie via canale estero, e dunque (c) variazioni del tasso di interesse di mercato facendolo discostare dal tasso obiettivo, studieremo come (d) la variazione delle riserve e dunque del tasso di interesse possono essere sterilizzate.**

Se lo possono il Paese può sfuggire al trilemma. In questa luce si concluderà successivamente che *il trilemma rimane perfettamente valido nel caso di deficit della bilancia dei pagamenti, ma può invece essere eluso nel caso di avanzi della bilancia dei pagamenti.*

Di conseguenza, vedremo che non esiste un meccanismo "automatico" per ribaltare gli squilibri globali. Anticipando questa conclusione, vedremo che *il Paese in surplus possa evitare la rivalutazione del proprio tasso di cambio mantenendo al contempo il controllo sulla politica monetaria, facendo così ricadere tutto l'onere dell'aggiustamento sul Paese in disavanzo – non esistono regole del gioco automatiche come si usa dire.* Questa conclusione ricorrerà nell'esame dei diversi sistemi monetari internazionali, come il *Gold Standard* o il *Gold Exchange Standard*, che ci ritroveremo a considerare più avanti nell'apposita dispensa.

### **A.3. Gestione dei tassi di cambio e sterilizzazione**

Vediamo ora come i pagamenti transfrontalieri incidano sulla sostenibilità di un sistema di cambio gestito fra due giurisdizioni monetarie (per esempio Regno Unito ed UME).<sup>4</sup> Fra le due aree può esservi un accordo con una parità centrale desiderata da entrambe le parti e limiti inferiore e superiore alle oscillazioni della parità (banda di fluttuazione). Ove si oltrepassi la banda di fluttuazione l'accordo prevede l'intervento delle banche centrali che, tuttavia, per l'area monetaria in disavanzo incontra il limite della disponibilità delle riserve ufficiali nell'altra valuta. Può però

---

<sup>4</sup> Parliamo di giurisdizione e non di nazione o Paese A in quanto l'UME è ben lungi da costituire una "nazione" (vedi *Sei lezioni di economia*, lezione quinta).

accadere che solo una delle due giurisdizioni, per esempio il Regno Unito, persegua una certa parità con l'altra, sicché non v'è impegno da parte dell'altra banca centrale (la BCE nella fattispecie), di intervenire (naturalmente può sempre farlo, se crede). Ad esempio, molte monete dei Paesi in via di sviluppo fissano la loro parità col dollaro con un impegno unilaterale che non coinvolge gli Stati Uniti. Per descrivere un sistema di tassi di cambio gestiti, partiamo anche dal **presupposto che i pagamenti transfrontalieri effettuati tra la nazione A e la nazione B siano fatturati nella valuta nazionale del beneficiario (cioè nella valuta B).**

Su questa base, si supponga che la nazione A abbia un deficit di conto corrente nei confronti della nazione B, deficit denominato nella valuta B. Sebbene, ad esempio, la Banca A possa continuare a eseguire pagamenti per conto dei suoi clienti nei limiti delle disponibilità in valuta B del conto "nostro" presso la banca B, e può dunque farlo solo per un breve periodo, **una volta che le banche creditrici del Paese B non sono disposte a contrarre nuove esposizioni, la Banca A non può più finanziare gli acquisti di merci B e dovrà procacciare la valuta estera altrove.** Il margine di disponibilità delle banche creditrici a contrarre nuove esposizioni è infatti limitato, e si arriverà dunque a un punto in cui la Banca B non sarà più disposta a fornire credito alla Banca A (cioè a contrarre nuove esposizioni verso quest'ultima).

**Una volta che *sia* i saldi positivi del conto nostro *che* i margini di credito interbancario siano esauriti, la Banca A sarà quindi costretta a entrare nel *mercato a pronti delle valute* (vedi sopra sezione 1.2) offrendo uno stock di valuta A pari allo stock di valuta B desiderato per rimpinguare il conto "nostro", portando tuttavia il tasso di cambio bilaterale a deprezzare (serve più valuta A per un'unità della divisa B).**

A questo punto la banca centrale A potrà o non potrà intervenire. Questo dipende dal regime di cambio che le autorità del Paese hanno deciso (dispensa 3). Semplificando, esse possono scegliere un tasso di cambio fluttuante, in cui esse rinunciano a qualsiasi intervento di controllo, o cambi fissi o strettamente controllati, nel qual caso la banca centrale interviene nel mercato del cambio. Come lo fa? Torniamo all'esempio.

**Qualora la banca centrale A ritenesse il deprezzamento della divisa A eccessivo o indesiderato, essa interverrebbe offrendo valuta B nel mercato dei cambi (FX market). Lo potrà naturalmente fare nei limiti della disponibilità di moneta B nelle proprie riserve ufficiali. Se non vi sono accordi in merito, la banca centrale B si asterrà dall'intervenire a sua volta.** Potrebbe desiderare farlo per impedire la la simmetrica tendenza alla rivalutazione della divisa B (naturalmente lo farà offrendo

nel mercato valutario moneta B in cambio di moneta A). Se lo fa, questo rallenta la diminuzione delle riserve ufficiali del Paese A nell'intervento di stabilizzazione del cambio. Alla lunga, naturalmente, le riserve ufficiali del Paese A sono destinate ad esaurirsi.<sup>5</sup>

### A.3.1. Intervento della banca centrale A

Volendo descrivere l'intervento della banca centrale A più nel dettaglio, assumiamo che anch'essa abbia un conto nostro (in DM) presso la banca B (naturalmente è una semplificazione, potrebbe averlo presso un'altra banca del Paese B). Il Paese A sia l'Italia e la sua moneta la lira (Lit), il Paese B la Germania e la sua moneta il marco tedesco (DM).

Quando la banca centrale del Paese A (Banca d'Italia, Bdl) acquista ad esempio 100 Lit di valuta A in cambio di DM nel mercato FX, dove le lire sono offerte dalla banca A che vuole procurarsi DM, lo fa ordinando alla Banca B (la banca corrispondente dove per semplicità detiene le riserve ufficiali in DM) di trasferire 100 DM dal proprio conto nostro a quello della Banca A. Allo stesso tempo cancella 100 Lit dalle riserve di Banca A. La banca A può a quel punto pagare l'esportatore tedesco dal proprio conto nostro/B, cancellando ovviamente il corrispettivo dal deposito dell'importatore. Le scritture sono riportate nella tabella 5.

Banca A		Banca centrale A (Bankitalia)		Banca B	
-100 Lit		-100 DM	- 100 Lit		-100 DM
- R		-nostro/B = - RU	- R/A		- vostro BC/A
+100 DM					+100 DM
+nostro/B					+vostro/A
-100 DM	- 100 Lit				-100D
- nostro/B	- D/importer				'-vostro/A
					+100 DM
					+D/exporter

Tavola 5 – Intervento della banca centrale A nel mercato valutario

Grazie ai saldi positivi del conto nostro sotto forma di depositi in valuta B, è possibile ora per Banca A continuare a finanziare il pagamento di stock di beni reali importati dal Paese A.

<sup>5</sup> Ho capito bene? Come fa la banca centrale A a stabilizzare il cambio? La banca centrale B può aiutare?

In termini di contabilità della bilancia dei pagamenti, la nazione A registra un deficit di conto corrente compensato dalla variazione delle riserve ufficiali. Riprendiamo infatti la nostra equazione della BoP (relativamente al Paese A):

$$BoP = CA + FA - \Delta FR$$

Essa è sempre contabilmente pari a zero (questo segue dalla sua “logica” che dovete aver ben compreso), per cui si può scrivere:

$$CA + FA = \Delta FR$$

$$- 0 -$$

Nell’esempio, il saldo *CA* è negativo e, quando cessa il credito dalle banche B (per cui il saldo *FA* è zero), esso è compensato da una diminuzione delle riserve ufficiali *FR*.

**Tuttavia la Banca A registra ora un deficit di riserve bancarie, sicché essa cercherà di ottenere nuove riserve sul mercato interbancario nazionale determinando una pressione al rialzo del tasso interbancario, poiché la domanda di liquidità (riserve bancarie) supera l’offerta.**<sup>6</sup> Si ipotizza che tutte le banche commerciali debbano iniziare e terminare la giornata con un saldo di riserve pari a zero (cioè non siano in difetto o in eccesso di riserve).<sup>7</sup>

**Ciò nonostante, non è necessario che si verifichino pressioni al rialzo sul tasso interbancario, poiché le proiezioni che la banca centrale effettua con riguardo ai flussi autonomi di riserve (in questo caso dovuto al canale estero) consentono di anticiparlo attraverso la prima tornata di**

---

<sup>6</sup> Come già ricordato, per il funzionamento del sistema a corridoio ci si riferisca al corso di economia monetaria oltre che alle *Sei lezioni di economia* (lezione sei e appendice A) e alle *Sei lezioni sulla moneta* (lezione uno).

<sup>7</sup> Questa è un’ipotesi forte nel senso che normalmente le banche non devono rispettare giornalmente l’obbligo di riserva ma solo come media lungo il “periodo di mantenimento”. Se l’obbligo è giornaliero la banca centrale deve anch’essa giornalmente intervenire a non far mancare liquidità alle banche soddisfacendo il cosiddetto *net liquidity deficit*, per esempio compensando la liquidità creata/distrutta autonomamente dal canale estero. Tale liquidità può essere maldistribuita fra le banche, ma lì normalmente opera il mercato interbancario nel quale le banche in eccesso di riserve le offrono alle banche in difetto. Quello su cui qui ci stiamo soffermando maggiormente è la creazione/distruzione di liquidità via canale estero, dunque in relazione agli squilibri di bilancia dei pagamenti. Per memoria, liquidità viene anche creata/distrutta autonomamente in seguito alle variazioni della domanda di banconote e alle fluttuazioni del conto del governo presso la banca centrale (su tutti questi aspetti, che vi devono essere chiari, si veda le referenze nella nota precedente).



**operazioni di mercato aperto della banca centrale.**<sup>8</sup> Pertanto per eliminare qualsiasi potenziale pressione al rialzo sul tasso interbancario al fine di mantenere il controllo del proprio obiettivo di tasso di policy, la banca centrale A *sterilizza* di propria iniziativa il deficit di riserve attraverso una prima tornata di operazioni di mercato aperto.<sup>9</sup> **Come?**

**Lo fa introducendo riserve aggiuntive attraverso le sue operazioni di prestito garantite (Repo), con la Banca A che pone in garanzia titoli ritenuti idonei dalla banca centrale.**<sup>10</sup>

In altri casi, il deficit di riserve della Banca A può essere sterilizzato endogenamente dalla Banca A che, a fine giornata, ricorre alla linea di credito della banca centrale A (*marginal lending facility* o prestito marginale). Tuttavia, ciò si verificherebbe solo se la banca centrale commettesse una sorta di errore rispetto all'entità del suo ciclo iniziale di operazioni di mercato aperto di iniezione di riserve.<sup>11</sup>

---

<sup>8</sup> Come ricordato nella nota precedente, oltre alle variazioni delle riserve estere nel proprio bilancio, la banca centrale deve compensare tutti gli altri flussi di riserve autonome. Ciò include la compensazione delle variazioni dei depositi pubblici e della quantità di banconote desiderate dal pubblico.

<sup>9</sup> Come spiega l'autorevole economista monetario Claudio Borio (capoeconomista alla BIS): "When exchange rate pressures are resisted through intervention, the task of liquidity management is to allow the central bank to set interest rates without being constrained by the 'autonomous' creation of bank reserves through the foreign channel, as net holdings of foreign assets are run down or accumulated. In other words, it is to permit the central bank to decide as freely as possible the pace and extent, if any, of changes in the interest rates under its control or close influence. This essentially means setting reserve balances at the level deemed appropriate for monetary policy purposes, by effectively 'sterilising' the excess/shortage of liquidity induced by the foreign channel" (Borio, C. (1997) The implementation of monetary policy in industrial countries: a survey, BIS Economic Papers, n. 47, pp. 110-111).

<sup>10</sup> Si rammenti che qualsiasi garanzia costituita in pegno è soggetta a uno scarto di garanzia, con una relazione inversa generalmente presente tra il rating delle attività e il livello di scarto imposto). Dal punto di vista di una banca commerciale, gli scarti di garanzia ( $h$ ) determinano l'ammontare delle riserve ( $R$ ) che riceverà effettivamente dopo aver costituito uno stock di attività ( $A$ ) come garanzia (cioè  $R=A(1-h)$ ). In altre parole, se una banca dovesse impegnare 100 unità di garanzia e la banca centrale imponesse uno scarto di garanzia del 10%, la banca riceverebbe solo 90 unità di riserve. Le controparti sono quindi tenute a costituire attività di valore " $A(1+h)$ " per ricevere un determinato stock di riserve, che, in seguito all'applicazione degli scarti di garanzia, viene compensato da una riduzione del patrimonio netto (al contrario, il patrimonio netto della banca centrale aumenterà).

<sup>11</sup> D'altra parte, se la banca centrale non compensa la scarsità di riserve lasciando alle banche la sola opzione del ricorso alla *discount window* (*marginal lending facility*), questo implicherebbe a un aumento del tasso di interesse obiettivo al soffitto del corridoio, in una sorta di *ceiling system*.

### A.3.2. Intervento della banca centrale B

Rivolgiamoci ora a quello che accade nel Paese B, quello in surplus esterno. La banca centrale B potrà intervenire per impedire l'apprezzamento della propria valuta acquistando moneta A dalla banca A che cerca a sua volta di procacciarsela per finanziare il disavanzo delle partite correnti del Paese A. Come avviene l'intervento? Riprendendo l'esempio Italia/Germania supponiamo in questo caso che la banca centrale B (la Bundesbank) abbia un conto "nostro" presso Banca A. Guardando alla tavola 6, la Bundesbank acquisterà valuta A (100 lire) dalla Banca A (che questa versa nel vostro BC/B) in cambio di 100 DM presso la Banca B (che questa intesta nel conto "vostro" che la Banca A ha presso di essa). La Bundesbank si iscrive all'attivo +100 Lit quale aumento delle riserve ufficiali, ed emette 100 DM di riserve a favore della Banca B sì che questa può effettuare il detto accredito su vostro/A. In tal modo banca A potrà pagare dal conto nostro/B l'esportatore che ha un deposito presso banca B, cancellando il corrispettivo in lire dal deposito dell'importatore.<sup>12</sup>

Banca A		Banca centrale B (Bundesbank)		Banca B	
+100DM	+100Lit	+100Lit	+100 DM	+100 DM	+100 DM
+nostro/B	+ vostro BC/B	+ nostro/A = +RU	+R/B	+R	+ vostro/A
-100DM	-100 Lit				-100 DM
+nostro/B	-D/importer				- vostro/A
					+100 DM
					+ D/exporter

Tavola 6 – Intervento della banca centrale A nel mercato valutario

Ora la Banca B ha tuttavia un eccesso di riserve. Nondimeno, ciò non esercita necessariamente una pressione al ribasso sul tasso interbancario, in quanto l'eccesso di riserve viene previsto dalla banca centrale B. Questa pertanto, per raggiungere il suo obiettivo di tasso di policy (*ceteris paribus*), *sterilizza* esogenamente l'eccesso di riserve attraverso un'operazione di mercato aperto di drenaggio delle riserve, vendendo titoli alla Banca B.<sup>13</sup> La banca centrale B può anche rimuovere

<sup>12</sup> Ovviamente l'intervento per stabilizzare il cambio potrebbe essere svolto da entrambe le banche in maniera concordata. Questo consentirebbe al Paese A di perdere meno riserve ufficiali nell'operazione.

<sup>13</sup> Nel rimuovere l'eccesso di riserve, occorre ricordare che la banca centrale non ostacola le banche commerciali nella loro attività creditizia, dato l'ammontare di prestiti e depositi creati

qualsiasi eccesso di riserve attraverso altri strumenti come (1) l'aumento della riserva obbligatoria o (2) il trasferimento dei depositi del governo dalle banche commerciali al proprio bilancio.<sup>14</sup>

### **Aggiustamento e regole del gioco nel gold standard e nel sistema corrente**

Torneremo più avanti sul presunto aggiustamento automatico degli squilibri esteri nel gold standard. In tale sistema il Paese in disavanzo perde oro e, prendendo per vera la teoria quantitativa della moneta e assumendo elevata elasticità di prezzi e salari, vede diminuire i prezzi e guadagna competitività; simmetricamente il Paese in surplus guadagna oro, vede aumentare i prezzi e perde competitività. In quanto sopra esaminato invece, in assenza di operazioni di sterilizzazione, il Paese in disavanzo vedrà aumentare il tasso di interesse con effetto depressivo sull'economia, questo induce via minore reddito (lezioni prof. Pariboni) e via diminuzione dei prezzi (o del tasso di inflazione), un aggiustamento esterno, doloroso però in termini di crescita e occupazione. Il Paese in surplus, sempre in assenza di operazioni di sterilizzazione, vedrà scendere il tasso di interesse con effetto espansivo sull'economia, questo induce via maggior reddito (lezioni prof. Pariboni) e via aumento dei prezzi (o del tasso di inflazione), un aggiustamento esterno. La possibilità di una sterilizzazione porta il Paese in surplus a violare però la regola del gioco di un sistema di cambi fissi, per cui l'aggiustamento cade solo sul Paese in disavanzo. In verità già nel gold standard le regole del gioco erano violate essendo possibili anche le forme di sterilizzazione.

Si può infine accennare al fatto che se fossimo in un "floor system", cioè in un regime con riserve abbondanti, non sarebbe necessario per la banca centrale B di sterilizzare alcunché essendo il tasso di interesse domestico già al pavimento del corridoio. L'intervento è necessario solo nel corridoio tradizionale che è un regime basato sulla scarsità di riserve. Attualmente molte banche centrali si trovano in *ample reserve regimes* in seguito alle operazioni cosiddette di *quantitative easing* effettuate negli ultimi tre lustri.<sup>15</sup>

---

dipende endogenamente dalla domanda di mercato mentre l'ammontare di riserve viene sempre soddisfatto dalla banca centrale (si veda la quarta delle *Sei lezioni di economia*).

<sup>14</sup> Se la banca centrale B non riuscisse a drenare uno stock sufficiente di riserve nel suo primo ciclo di operazioni di mercato aperto del mattino, il tasso interbancario verrebbe offerto al ribasso dalla Banca B e la banca centrale B sarebbe costretta a condurre un ulteriore ciclo di operazioni di mercato aperto nel pomeriggio per eliminare l'eccesso di liquidità.

<sup>15</sup> Si veda S. Cesaratto, Annotazioni sull'implementazione della politica monetaria: ieri, oggi, domani, (Quaderni DEPS n. 904, <https://www.deps.unisi.it/it/ricerca/pubblicazioni-deps/quaderni->

*E se è il Paese A ad adottare l'ample reserve regime prof?* Una volta esaurite le riserve ufficiali per stabilizzare il cambio, ai fini del riequilibrio esterno la banca centrale A dovrà o lasciar fluttuare il cambio, o innalzare i tassi di interesse (quello sulla *deposit facility* in questo caso), o introdurre controlli su movimento dei capitali e merci.

**Cambi fluttuanti III** – Supponendo che con cambi fluttuanti vi sia un continuo aggiustamento automatico della bilancia commerciale, e poiché per definizione la banca centrale non effettua interventi, non vi sono disturbi alla politica monetaria. Questi possono infatti provenire da variazioni nella quantità di *base money* creata via canale estero, ma con partite correnti in costante equilibrio non vi sono disturbi da questo punto di vista.

Riassumendo quanto illustrato sinora, il Paese A può finanziare un disavanzo delle proprie partite correnti, una volta venuti meno i crediti dalle banche del Paese B, evitando un deprezzamento della propria divisa nei limiti delle proprie riserve ufficiali. Nel processo le banche del Paese A perdono riserve bancarie. Gli effetti sui tassi di interesse rispettivi sono però evitabili dagli interventi di sterilizzazione delle rispettive banche centrali. Queste sono effettuate con operazioni di mercato aperto in cui la banca centrale offre riserve in cambio di titoli attraverso operazioni pronti contro termine (repo).<sup>16</sup> Nei limiti, dunque, della disponibilità di riserve ufficiali il Paese A può finanziare un disavanzo corrente, mantenendo stabile il cambio e invariato il tasso di interesse interno. In questo senso esso può aggirare il trilemma “esteso” (figura 5), ovvero rendere compatibili cambi fissi, libertà nel decidere il tasso di interesse, e libertà nei movimenti di capitali e merci. Una volta esaurite le riserve valutarie al Paese non rimane tuttavia che una delle seguenti strade: 1) introdurre controlli sulle importazioni per ridurre i disavanzi commerciali; 2) effettuare una stretta fiscale e monetaria interna, lasciando crescere il tasso di interesse così anche da attirare capitali esteri per finanziare disavanzi residui; 3) lasciar fluttuare il cambio. Il Paese A può ovviamente adottare una combinazione delle tre strade.

---

deps/anno-2023-da-n894-n/904-annotazioni-sullimplementazione) per una esplorazione della questione. Sul *quantitative easing* si veda la sesta delle *Sei lezioni di economia*.

<sup>16</sup> Attenzione, la banca centrale effettua queste operazione in maniera del tutto difensiva. A differenza di quanto ancora forse affermano alcuni testi di economia, la banca centrale non controlla i tassi variando l'offerta di riserve. Essa fissa i tassi obiettivo e poi adegua passivamente l'offerta di riserve alla domanda (*Sei lezioni di economia*, lezioni 4 e 6; *Sei lezioni sulla moneta*, lezione 1).

*Asimmetricamente* il Paese in surplus può sterilizzare ogni aumento della *base money* dovuto alla creazione di riserve via canale estero mantenendo costante il tasso di interesse e immutate le proprie politiche. Quelle che furono definite le “regole del gioco” di un regime di cambi fissi imporrebbero invece tutt’altra politica: il Paese B dovrebbe contribuire a stabilizzare il tasso di cambio alleviando il carico sul Paese A, e lasciare eventualmente diminuire il tasso di interesse domestico (non sterilizzando) sì da lasciar un po’ surriscaldare la propria economia e importare di più dal Paese A.<sup>17</sup> Le “regole del gioco” sono state raramente rispettate.

#### **A.4. Squilibri globali e vincoli involontari**

È ovvio che se la valuta A dovesse essere soggetta a continue pressioni di deprezzamento in seguito a deficit persistenti della bilancia dei pagamenti, i policymaker della nazione A andrebbero incontro al vincolo delle riserve ufficiali. Tale vincolo può essere allentato in quanto le autorità possano ottenere riserve estere grazie a un'altra controparte disposta a contrarre una nuova esposizione, tipicamente (i) tramite la banca centrale B che agisce di fatto come prestatore internazionale di ultima istanza o (ii) tramite il Fondo Monetario Internazionale (terza dispensa). Tuttavia (i) richiederebbe molta buona volontà collaborativa da parte delle banche centrali,<sup>18</sup> mentre (ii) sarebbe subordinato a rialzi dei tassi di interesse e a misure di austerità fiscale nel tentativo di correggere i disavanzi delle partite correnti, che con ogni probabilità produrrebbero effetti deleteri sull'economia reale. In questa situazione il Paese A è costretto a rinunciare alla parità svalutando la propria divisa nell’auspicio che ciò riaggiusti o porti in surplus il conto corrente. Per limitare il deprezzamento che potrebbe rivelarsi eccessivo in forza di flussi speculativi di capitale, il Paese può essere costretto ad accrescere i tassi di interesse interni trattenendo capitali, o ad introdurre controlli su movimenti di capitale ed eventualmente sulle merci (quindi a collocarsi, rispettivamente, o sulla base del triangolo delle figure 4 e 5, o sul lato sinistro).

*Scorte finite di riserve estere e un persistente deficit della bilancia dei pagamenti significano che per il Paese in disavanzo il trilemma monetario è vincolante.*

---

<sup>17</sup> Questo dunque sia espandendo la domanda interna che lasciando un po’ crescere i prezzi sì da perdere competitività

<sup>18</sup> Nel 1975 la Bundesbank concesse un forte credito alla Banca d’Italia che si trovava a contrastare il deprezzamento della lira. Via Nazionale dovette però porre l’oro in suo possesso (parte delle riserve ufficiali) a garanzia del prestito. Una solidarietà molto pelosa, come si vede.

Il Paese B, all'opposto, non incontra tale vincolo. In altre parole, non ci sono vincoli nella capacità della banca centrale B di condurre le sue operazioni di cambio in modo da resistere alle pressioni di apprezzamento, se lo ritiene, e comunque l'effetto indesiderato di un ribasso dei tassi di interesse interni può essere tranquillamente contrastato con operazioni di sterilizzazione che annullino la creazione di base monetaria via canale estero. Un esempio classico è stato quello della Germania durante il sistema di Bretton Woods (di cui ci occuperemo nella terza dispensa). La guerra di Corea (Carneade, chi era costui?) impresso un'accelerata all'economia mondiale e alla ricostruzione tedesca nei primi anni cinquanta dello scorso secolo. Da allora la Germania cominciò a conseguire persistenti surplus di partite correnti i cui effetti sul tasso di cambio e sui tassi di interesse interni furono costantemente tenuti a bada dalla Bundesbank. Si studi con attenzione la sezione sul mercantilismo monetario tedesco nella sesta delle *Sei lezioni di economia*.

Si può quindi ipotizzare quanto segue: mentre il trilemma monetario è perfettamente valido come quadro di policy in caso di disavanzi della bilancia dei pagamenti, in caso di avanzi della bilancia dei pagamenti l'economia nazionale è in grado di rimanere aperta ai flussi di capitale globali e i policymaker possono fissare un tasso di policy all'interno di un ampio spettro di tassi, gestendo al contempo il tasso di cambio. Questa argomentazione è dovuta al fatto che non esistono limiti reali alla capacità della banca centrale B di drenare tutti i flussi di riserve autonome, attraverso (1) operazioni di mercato aperto, (2) operazioni su iniziativa delle controparti, infine attraverso (3) strumenti amministrativi, come l'aumento della riserva obbligatoria e il trasferimento dei depositi pubblici nel bilancio della banca centrale. Sebbene il punto (3) sia soggetto a restrizioni limitate, non vi sono limitazioni né al punto (1) né al punto (2). Si può dunque concludere che la difficoltà per i responsabili della politica economica di controllare strettamente il tasso di cambio e mantenere l'indipendenza monetaria, rimanendo allo stesso tempo aperti ai flussi di capitale globali, come previsto dal trilemma, non sia generale. Il punto cruciale della questione è se l'economia nazionale registra un avanzo o un disavanzo complessivo della bilancia dei pagamenti.

È in questo senso che si può affermare che *non esiste un meccanismo "automatico" per ribaltare gli squilibri all'interno di un sistema di tassi di cambio fissi o fortemente gestiti*. Diventa quindi evidente il motivo per cui gli squilibri globali all'interno del sistema monetario internazionale possono verificarsi e persistere, e perché sono molto difficili da correggere.

La correzione degli squilibri, affinché non ricada completamente sui Paesi in disavanzo costringendoli a pesanti deflazioni e aggiustamenti della BoP, richiede che i Paesi in avanzo facciano la loro parte (*it takes two to play tango*) espandendo la loro economia anche al costo di

un rialzo dell'inflazione e perdita di competitività. Questo accrescerebbe le loro importazioni dai Paesi in disavanzo aiutando il riequilibrio. Paesi come la Germania non hanno purtroppo mai compreso questo.

**Lettura. Una crisi di bilancia dei pagamenti ancora in corso, il caso della Turchia 2023.**

Dall'autorevole *Eurointelligence* 8 June 2023

Turkey is heading for a financial crisis. The country is low on foreign reserves after spending much of it to defend the lira and pay for increasing imports. The country reports to have \$50bn in reserves and another \$50bn in gold. Of those reserves, \$19bn are swap arrangements with Qatar and the Emirates. To turn them into dollars, they would need the consent from both Gulf states.

According to Brad Setser at the Council on Foreign Relations, a financial crisis is looming by the summer if they continue what they are doing. Setser is one of the few who looks more closely at balance sheets and balance of payments to understand what is happening in an economy. His latest post on Turkey gives a much needed, concrete understanding of how the Turkish central bank helped Recep Tayyip Erdogan to win this election, and the risks that are now lurking.

Soon, foreign reserves won't be enough to finance their current account deficit. Booming credit has pushed up imports and overwhelmed Turkey's exports. The current account deficit is expected to reach \$60bn this year. As long as the central bank continues to stabilise the lira and domestic inflation stays high, demand for imports will continue to rise, thus exacerbating the deficit further.

To finance this deficit, Turkey needs to either borrow abroad or sell its assets. Turkey cannot count on foreign investors as long as interest rates are low and the lira depreciation risk is high. It got a couple of deals with Gulf states and Saudi Arabia. But the financing of this deficit is predominantly through selling its own foreign reserves.

According to Setser, there is only \$30bn left in usable foreign reserves, which is not much to finance a \$60bn trade deficit and stabilise a weak currency, for which the central bank currently has to sell \$5bn in foreign reserves per month. Depending on the pace, it means that by this summer, the central bank will face is running out of reserves.

Instead of raising money abroad, the central bank borrowed foreign reserves from its own banks, in other words, dollar deposits of its own clients. The Turkish like to hold their money in dollars since the lira began depreciating. On the central bank's balance sheet there is \$90bn in foreign currency deposits and another \$10bn in gold. Then there is off-balance sheet lending. The central bank swapped \$40bn in lira for \$40bn in dollars with domestic banks, bringing the total of reserves borrowed from domestic banks to \$130bn. With this liabilities to other investors in the world and the Arab lenders, it adds up to \$150bn in foreign currency liabilities. Taking the balance sheets together, including the government's eurobonds and domestic foreign currency debt, foreign exchange liabilities are way larger than liquid foreign reserves.

Erdogan is likely to go on another fundraising tour in the Arab world and Asia. That helped him get through to the elections. He even managed to get money from countries that do not like each other, like Qatar, Saudi Arabia, and the Emirates. Turkey also got deposits from China and Korea and some advance money from Russia via Rosatom, its atomic energy company. There are also reports that Russia postponed gas payments from the Turkish gas importer to help Erdogan out.

This is thus a looming balance of payment crisis. Turkey soon will face the choice between selling its gold, defaulting or reversing course on its unorthodox economic policy of low interest rates despite double-digit inflation. But a policy reversal will not generate the reserves spent over the past three months.

*L'evoluzione della situazione turca può essere oggetto di una tesina triennale*