

GIORGIO BASEVI

L'IPOTESI DI CIRCOLO VIRTUOSO
E DI CIRCOLO VIZIOSO
ED IL CONTROLLO DEL TASSO DI CAMBIO

1. INTRODUZIONE

Questo mio studio (1) ha il duplice scopo di fornire una estensione della teoria corrente della determinazione del tasso di cambio, e di chiarire la base teorica e l'utilità pratica di una recente proposta per gestire i tassi di cambio ai fini del rilancio del processo di unificazione monetaria europea.

La teoria cui mi riferisco è la cosiddetta « assets theory » della determinazione dei tassi di cambio (2). La proposta di politica valutaria da chiarire è quella contenuta nel secondo rapporto del gruppo Optica, che ebbe l'incarico dalla Commissione delle Comunità Europee di suggerire nuove vie per giungere all'unificazione monetaria in Europa (3).

2. L'IPOTESI DEL CIRCOLO VIZIOSO E DEL CIRCOLO VIRTUOSO

Secondo questa ipotesi, quando, per ragioni esogene, la moneta di un paese comincia a svalutarsi, ciò può inescare un processo di inflazione e svalutazione, che si rafforzano a vicenda, e a seguito del quale un tasso di cambio, che potrebbe inizialmente apparire ingiustificato sulla base della parità del potere d'acquisto, diventa giustificato *ex post* dall'inflazione addizionale che esso inietta nell'economia. Il processo contrario di

(1) L'analisi qui riportata viene sviluppata in modo più completo, soprattutto dal punto di vista matematico, in Basevi e De Grauwe (1977).

(2) Oltre ad una serie di articoli apparsi nello *Scandinavian Journal of Economics* (maggio 1976, vol. 78, n. 2), il contributo di Dornbusch (1976) è tipico di tale teoria.

(3) Cfr. Commissione delle Comunità Europee (1977).

apprezzamento e minore inflazione può svilupparsi in paesi « virtuosi ». In una versione estrema dell'ipotesi, il processo è considerato esplosivo, mentre in versioni meno pessimistiche si sostiene che inflazione e svalutazione (oppure apprezzamento e deflazione) in paesi viziosi (virtuosi) condurranno il tasso di cambio a livelli più elevati (bassi) di quelli suggeriti dalla teoria corrente della determinazione dei tassi di cambio. La maggior parte dei sostenitori della tesi riconoscono che una politica monetaria sufficientemente rigorosa non permetterebbe al processo di svilupparsi; d'altra parte essi non sono disposti a riconoscere che tutto si riduce ad una politica monetaria accomodante. Inoltre, alla luce dei recenti contributi della « assets theory » della determinazione dei tassi di cambio, entrambe le parti vedono l'origine del problema nel fenomeno della iperrea-zione dei tassi di cambio, nel breve periodo, rispetto al loro equilibrio di lungo periodo. Tuttavia, mentre i sostenitori della tesi non credono che il cambio (e il livello dei prezzi) possano ritornare al loro livello teorico di lungo periodo dopo l'iperrea-zione, gli oppositori sostengono che questo accadrà purché le autorità monetarie non si comportino in modo accomodante (4).

3. LA PROPOSTA DEL RAPPORTO OPTICA

Il rapporto del gruppo Optica è improntato ad una visione pessimistica della possibilità di tendere nel breve periodo ad un coordinamento delle politiche monetarie dei paesi membri della CEE, ad una convergenza dei loro tassi di inflazione, e quindi ad una fissità dei tassi di cambio delle monete CEE fra di loro. Al fine di contrastare almeno le tendenze centrifughe e disintegranti dell'unione economica esistente, il rapporto Optica propone un piano di gestione dei tassi di cambio basato essenzialmente su una regola delle parità del potere d'acquisto. Secondo tale regola, durante ogni periodo di intervento, le monete dei paesi il cui livello dei prezzi è salito nel recente passato rispetto al livello dei prezzi esteri non potrebbero svalutarsi (in termini di cambio effettivo) di più dell'ammontare implicito nel loro relativamente maggior tasso di inflazione; tut-

(4) Sull'ipotesi del circolo vizioso si vedano in particolare Willett (1977) e Falchi e Michelangeli (1977).

tavia esse potrebbero liberamente rivalutarsi se le forze di mercato così indicassero. D'altra parte, le monete di paesi il cui livello dei prezzi si è abbassato nel recente passato rispetto al livello dei prezzi esteri non potrebbero apprezzarsi (in termini effettivi) di più dell'ammontare implicito nella loro minor inflazione relativa; tuttavia esse potrebbero liberamente deprezzarsi se le forze di mercato così indicassero. In altre parole, la proposta comporta una sorta di « tasso di cambio di riferimento » strisciante, che viene modificato sulla base della parità del potere d'acquisto, ma che viene difeso dalle autorità monetarie solo in una direzione durante ogni periodo di intervento, e cioè contro una eccessiva svalutazione in paesi relativamente inflazionisti, e contro un eccessivo apprezzamento in paesi relativamente deflazionisti.

4. IL MODELLO DI RIFERIMENTO

Al fine di analizzare sia la tesi del circolo vizioso-virtuoso che la base teorica della proposta del rapporto Optica, è sufficiente riferirsi ad un modello molto semplice, che spiega la determinazione di prezzi e saggi di cambio incorporando sia gli elementi flussi che gli elementi stocks tipici della recente teoria. Si tratta del modello presentato da Dornbusch (1976) e sviluppato da altri autori (5). L'uso grafico che qui viene fatto del modello, come pure l'analisi che su di esso verrà svolta, non rendono piena giustizia alla natura essenzialmente dinamica della tesi del circolo vizioso-virtuoso, poiché il metodo qui usato non uscirà da quello della statica comparata se non per estrapolazione non rigorosa delle conclusioni raggiunte sulla base della statica comparata. Una analisi dinamica piena è comunque oggetto di studio in corso (6).

Il modello è costituito da due settori: uno relativo ai mercati monetari e finanziari, l'altro alla formazione dei prezzi sui mercati dei prodotti.

Il settore *finanziario* è descritto da una tradizionale domanda di moneta che, in termini reali, è funzione del reddito nazionale a prezzi costanti e del saggio di interesse. Tale doman-

(5) Per una chiara rassegna di questo modello si veda Schadler (1977).

(6) I primi risultati di questa analisi sono stati presentati in Steinherr, De Grauwe, Basevi (1978).

da viene uguagliata all'offerta di moneta che dipende, con un moltiplicatore bancario, dalla base monetaria in entrambe le sue componenti di riserve internazionali e di attività sull'interno. Il legame tra saggio d'interesse nazionale ed estero è costituito dalla condizione di parità tra il loro differenziale e lo sconto o premio della moneta nazionale a termine. Si suppone, infine, che il cambio a termine rifletta correttamente le aspettative degli speculatori sul livello futuro del cambio a pronti.

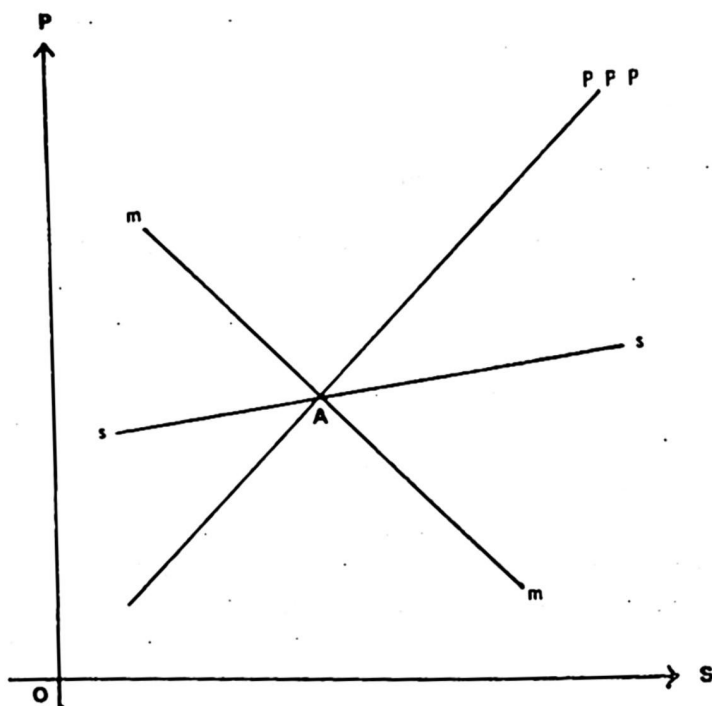


Figura 1

Dall'insieme di queste relazioni si ottiene una relazione implicita fra livello dei prezzi e tasso di cambio a pronti, la cui inclinazione nella figura 1 è negativa (curva mm). Infatti, per una data offerta di moneta nominale e per date variabili all'estero, se il livello dei prezzi interni dovesse aumentare, questo ridurrebbe la quantità reale di moneta disponibile nell'eco-

nomia. Dato il livello del reddito reale interno, affinché la domanda si adegui alla minor quantità di moneta disponibile occorre che il saggio d'interesse interno aumenti; ma ciò attira movimenti di capitali dall'estero che fanno apprezzare la moneta nazionale, cioè diminuire il tasso di cambio a pronti S.

Il settore reale è costituito da una relazione di breve periodo, che descrive il processo di formazione dei prezzi essenzialmente sulla base di una sottostante curva di Phillips e dei costi dei prodotti di importazione, e da una relazione di lungo periodo fra prezzi e tasso di cambio (parità del potere di acquisto), che determina l'equilibrio sul mercato dei prodotti. La prima è rappresentata dalla curva *ss*, la cui inclinazione è tanto maggiore quanto più i prezzi dei prodotti di importazione, e quindi il tasso di cambio, pesano direttamente e indirettamente (attraverso l'indicizzazione dei salari) nel processo di formazione dei prezzi interni. La seconda è rappresentata, nella figura 1, dalla retta *PPP* che, se nell'anno base gli indici dei prezzi e del tasso di cambio sono entrambi posti uguali all'unità, e fintanto che non vi è mutamento nella ragione di scambio del paese, avrà intercetta nulla e inclinazione a 45° .

Mentre l'equilibrio di lungo periodo è caratterizzato, come nella figura 1, dalla intersezione di tutte e tre le curve (punto A), nel breve periodo si ammettono scostamenti dalla condizione della parità del potere di acquisto, cioè, in altre parole, si ammettono squilibri sul mercato dei prodotti. D'altra parte, si suppone invece che i mercati finanziari siano estremamente efficienti, tali cioè da non ammettere situazioni di squilibrio neppure nel breve periodo. Ciò significa che ci si troverà sempre su qualche punto della curva *mm*, mentre non ci si troverà necessariamente su un qualche punto della retta *PPP*. In ogni caso, poi, la funzione vigente di determinazione dei prezzi nel breve periodo (curva *ss*) identificherà la localizzazione dell'equilibrio di breve periodo.

Ad esempio, con riferimento alla figura 2, supponiamo che la situazione iniziale di equilibrio al punto A sia disturbata da un'espansione monetaria esogena. Questo comporta lo spostamento verso nord-est della curva *mm*, e la dislocazione dell'equilibrio, nel breve periodo, dal punto A al punto B. In questa posizione la moneta nazionale si è eccessivamente deprezzata rispetto all'aumento dei prezzi. Quindi il paese gode di una mi-

gliore posizione concorrenziale sui mercati esteri, e la domanda aggregata aumenta, facendo spostare verso l'alto, attraverso il meccanismo della curva di Phillips, la curva ss ; tale assestamento sui mercati dei prodotti continua finché verrà raggiunto il punto C , che corrisponde al nuovo equilibrio di lungo periodo.

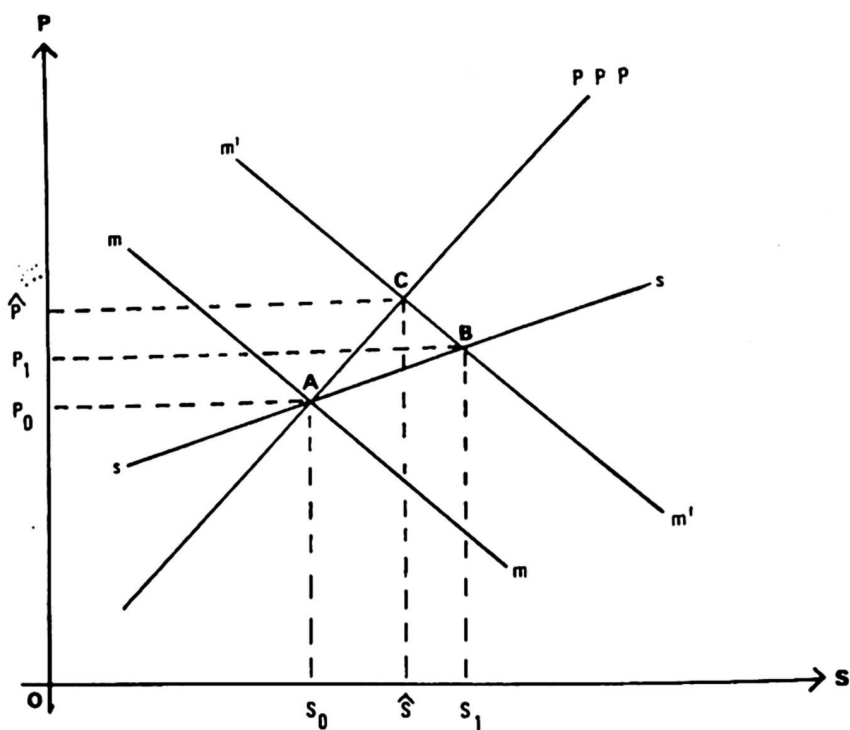


Figura 2

Si noti che il modello dà luogo al noto fenomeno di iper-reazione (« overshooting ») tanto sottolineato dalla recente letteratura sui cambi flessibili: il tasso di cambio, nel breve periodo, aumenta in S_1 più di quanto non faccia nel lungo periodo, in \hat{S} . L'iperreazione è tanto maggiore quanto meno sensibile è la formazione dei prezzi alla influenza diretta e indiretta dei prezzi dei prodotti esteri, cioè, in breve, quanto meno « aperta » e indicizzata è l'economia.

5. CIRCOLI VIZIOSI E LA PROPOSTA OPTICA

Si è visto nella precedente sezione che, nel breve periodo, il tasso di cambio reagisce in eccesso rispetto al livello di equilibrio del lungo periodo. Tale fenomeno però, nell'ambito del modello appena discusso, non sembra provocare alcuna conseguenza sulla posizione finale di lungo periodo. Si supponga, ad esempio, che lo spostamento verso nord-est della curva mm nella figura 2 sia stato provocato da un aumento del saggio d'interesse estero: purché le autorità monetarie del nostro paese mantengano costante l'offerta di moneta nominale, l'iperreazione temporanea del tasso di cambio verrà riassorbita, e in equilibrio si stabilizzerà al livello \hat{S} , indipendentemente dal grado di maggiore o minore iperreazione del cambio nel breve periodo.

Supponiamo tuttavia, ora, che le autorità monetarie, sebbene controllino nel medio-lungo periodo la quantità di moneta, siano incapaci di fare altrettanto nel breve periodo, ad esempio perché tecnicamente esse stabiliscono il livello del saggio di interesse ed in corrispondenza ad esso forniscono all'economia tutto il credito richiesto nel breve periodo, rivedendolo soltanto nel medio-lungo periodo per ritornare in linea con gli aggregati monetari stabiliti. È dimostrabile, sulla base del modello di riferimento opportunamente modificato, che in questo caso la curva mm diventa una retta verticale. Pertanto, secondo l'ipotesi di comportamento appena fatta, vigono due curve mm ; quella di medio-lungo periodo in cui la quantità di moneta nominale è mantenuta sotto controllo (curva $\bar{m}\bar{m}$) e quella di breve periodo in cui il saggio di interesse è mantenuto costante (curva mm) e quindi la quantità di moneta è temporaneamente non controllata dal lato dell'offerta.

La figura 3 illustra le conseguenze di questo comportamento delle autorità monetarie, ipotizzando, come prima, uno shock esogeno che sposta verso nord-est le curve di equilibrio finanziario di breve e di lungo periodo (ad esempio, a causa di un aumento dei saggi di interesse all'estero). La conseguenza è che, nel breve periodo, il grado di iperreazione del cambio è maggiore che nel caso in cui le autorità continuamente controllano la quantità nominale di moneta: l'equilibrio passa da A al punto C invece che al punto B. Resta tuttavia vero che la posizione di equi-

librio finale, che risulta quando le autorità ricostituiscono la propria offerta prefissata di moneta, non è influenzata dal maggior o minor grado di iperreazione del cambio: l'equilibrio di lungo periodo verrà nuovamente a stabilirsi al punto D. In questo senso sembrerebbe giustificato sostenere che non vi è motivo di temere un circolo vizioso di svalutazione e inflazione, purché le autorità monetarie mantengano ferma la propria politica monetaria, almeno nel medio-lungo andare.

Supponiamo ora, però, che salari e prezzi siano rigidi verso il basso. In termini grafici ciò significa che la curva ss è una spezzata, con un tratto orizzontale alla sinistra del punto osservato di equilibrio.

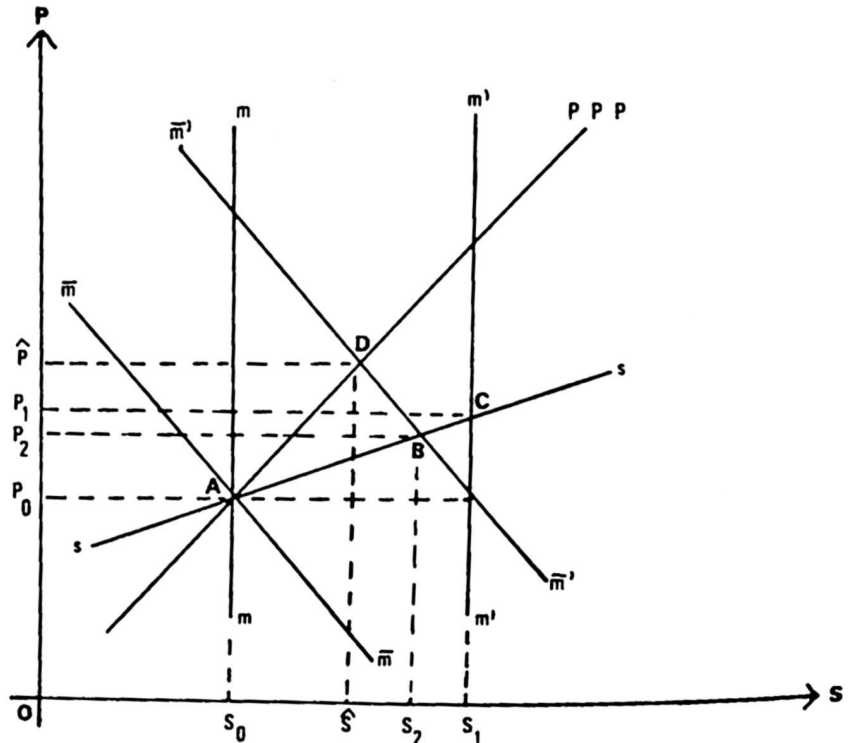


Figura 3

In questo quadro analizziamo allora le conseguenze di due diversi shocks esogeni. Anzitutto uno spostamento verso nord-est della curva mm , dovuto sempre, ad esempio, ad un aumento

Come conseguenza del movimento da C ad E, la moneta nazionale è diventata sopravvalutata rispetto al suo potere di acquisto di equilibrio: inizialmente essa si era portata ad un livello di sottovalutazione (S_1), mentre successivamente il cambio si abbassa al livello S_2 , che ne sopravvaluta il reale potere d'acquisto.

A seguito di ciò il nostro paese risulta meno concorrenziale che nella posizione di equilibrio iniziale (A), e la domanda estera netta per i suoi prodotti diminuisce. Il reddito nazionale reale tende allora a diminuire, il che riduce tra l'altro la domanda di moneta reale, spostando ulteriormente verso nord-est la curva di equilibrio finanziario, mentre l'aumento della disoccupazione comporta un abbassamento della curva ss, ma soltanto nella sua parte crescente, il che non ha alcun rilievo nel determinare l'equilibrio del sistema. Questo verrà a localizzarsi al punto F, dove le due curve si assestano in quanto la moneta non è più né sopra né sottovalutata, e perciò l'occupazione e il reddito non mutano più.

È necessario sottolineare che il punto F corrisponde ad un livello di disoccupazione maggiore, e ad un livello di reddito reale minore, di quanto il paese non avesse al punto di partenza (A). È un punto di tipica disoccupazione keynesiana, determinata dalla rigidità del mercato del lavoro e dei prodotti, che non permettono l'abbassamento dei prezzi. Infatti, se l'economia del paese fosse a prezzi flessibili, l'equilibrio si stabilizzerebbe al punto D, con lo stesso livello di reddito e di occupazione che al punto A.

La regola di intervento sul mercato dei cambi proposta dal rapporto Optica porta a far coincidere la curva mm con la retta PPP. Inoltre, se essa fosse applicata in modo continuo e senza margini di fluttuazione attorno al cambio di riferimento, non permetterebbe all'equilibrio di scostarsi da A neppure nel breve periodo. D'altra parte, se applicata in modo periodico e con margini di fluttuazione, essa verrebbe a costituire una specie di striscia di evoluzione possibile del cambio (e dei prezzi) centrata attorno alla retta PPP.

Pertanto il punto di equilibrio finale a seguito dell'intervento Optica sarà in un qualche punto compreso fra A ed F, in funzione dell'ampiezza del margine di oscillazione e della periodicità con la quale ciascun nuovo tasso di cambio di riferimento

è stabilito. In ogni caso la regola Optica automaticamente evita l'errore di politica che le autorità compiono nel tornare dal punto C al punto E e quindi dare luogo a disoccupazione non necessaria.

Vediamo un po' più a fondo la natura di questo errore di politica. Le autorità, nel breve periodo, sono incapaci di controllare l'offerta di moneta e fissano invece il saggio d'interesse. Tuttavia questo periodo è sufficientemente lungo per permettere agli efficienti mercati finanziari di generare una svalutazione che, mentre le autorità sostengono il saggio di interesse, inietta una inflazione maggiore di quanto non si avrebbe se le autorità controllassero continuamente l'offerta di moneta. Il guaio è che, una volta che i prezzi sono aumentati, essi non possono più cadere, per ipotesi. Perciò ritornare ad offrire la quantità nominale di moneta precedentemente stabilita (spingendo l'economia al punto E) è un errore di politica economica, nel senso che genera disoccupazione senza ottenere alcuna minore inflazione. Ciò che le autorità dovrebbero fare è di rivedere il loro obiettivo intermedio in termini di quantità di moneta alla luce delle conseguenze del loro iniziale (ma inevitabile, per ipotesi) errore di aver mantenuto costante il saggio d'interesse in condizioni finanziarie esogenamente modificate; esse dovrebbero quindi creare abbastanza nuova quantità di moneta da sostenere il nuovo livello dei prezzi senza generare disoccupazione inutile.

Supponiamo ora che le autorità, avendo commesso l'errore iniziale di mantenere fisso il saggio d'interesse nel breve periodo (finendo così al punto C nella figura 4) e avendo dopo di ciò insistito nel ritornare all'offerta nominale di moneta precedentemente stabilita (e quindi al punto E), aggiungono a questi due errori l'ulteriore errore di non riassorbire la disoccupazione così generata, come potrebbero fare se espandessero finalmente l'offerta di moneta. In questo caso, come già si è spiegato, l'economia termina al punto F, in una situazione di depressione keynesiana. In questa situazione potrebbero svilupparsi spinte economiche ed extra-economiche verso una nuova diminuzione nella domanda di moneta nazionale (ad esempio, una crisi politica che genera aspettative di svalutazione e fughe di capitale). Pertanto il processo appena descritto può cominciare di nuovo a partire dal punto F, e così via, in un circolo « vizioso » di svalutazione e inflazione. Questo, mi sembra, è quanto descrizioni « giornali-

stiche» della tesi del circolo vizioso sostengono implicitamente o esplicitamente. Tuttavia, poiché per analizzare questo processo continuo dovremmo introdurre nell'analisi elementi extra-economici, arrestiamo a questo punto il gioco dell'intuizione per non permettergli lo spazio che non gli è comunque fornito dalla natura del modello, troppo semplificata e limitata al campo prettamente economico. Tuttavia, è possibile supporre una ulteriore mossa da parte delle autorità monetarie che ha implicazioni interessanti per la tesi del circolo vizioso.

Ammettiamo che le autorità, con l'economia bloccata al punto F in situazione di stagnazione, riconoscano i propri precedenti errori e decidano di eliminare la disoccupazione espandendo l'offerta di moneta. La curva mm si sposta allora verso l'alto e la moneta si deprezza, mentre i prezzi, temporaneamente, restano al livello P_1 (perché si trova sulla parte orizzontale della curva ss). Di conseguenza la moneta nazionale diventa sottovalutata, il conto corrente migliora in termini reali, il reddito aumenta e la disoccupazione diminuisce. La curva ss comincia a muoversi verso l'alto nella sua parte positivamente inclinata, e, alla fine del processo, si raggiungerà un punto di equilibrio come ad esempio in G, con un livello dei prezzi e del tasso di cambio (S_4, P_4) più elevato che in F.

In conclusione possiamo dire, in questo caso, che c'è stato un circolo vizioso, e, se sì, in che senso va ciò inteso? Anzitutto, a meno di introdurre nell'analisi elementi extra-economici, non vi è motivo di attendersi « a priori » una situazione esplosiva: un nuovo equilibrio è alla fine raggiunto, sia esso al punto F o al punto G nella figura 4. Possiamo tuttavia dire che, in entrambi questi punti di equilibrio finale, il risultato è « vizioso » nel senso che si è raggiunto un livello di svalutazione e di aumento dei prezzi più elevato di quel che si sarebbe raggiunto in un'economia a prezzi flessibili con offerta di moneta continuamente controllata. In tale economia, infatti, si sarebbe raggiunto il punto D, con tasso di cambio \bar{S} e livello dei prezzi \bar{P} . Inoltre, l'equilibrio in F è più vizioso che l'equilibrio in G dal punto di vista del livello dell'occupazione, mentre G è più « vizioso » che F dal punto di vista dell'evoluzione dei prezzi e del cambio.

Si noti anche che il punto « vizioso » F (ma non G) viene raggiunto anche se la politica monetaria non è stata accomodante. Infatti l'offerta di moneta in F è la stessa che in A. Il

guaio è che le autorità monetarie hanno, nel breve periodo, perso il controllo dei prezzi a seguito della politica di saggi d'interesse stabili, e, una volta commesso questo errore, l'aumento dei prezzi non può più essere riassorbito tramite il ritorno ad una politica monetaria restrittiva. Pertanto la tesi del circolo vizioso non richiede, per essere verificata, che la politica monetaria sia accomodante, se non nel senso di breve periodo ipotizzato in questo modello.

L'analisi ha anche messo in luce che la regola Optica fornisce un meccanismo automatico per evitare la sequenza di errori di politica monetaria descritti sopra. Perciò la regola Optica non solo può permettere minor inflazione e minor svalutazione di quanto non si avrebbero con una politica monetaria tradizionale, ma evita anche l'inutile aumento di disoccupazione che accompagna altrimenti tale processo.

Nella figura 5 viene illustrata la possibilità che, dopo che l'iperreazione del cambio ci ha condotti al livello S_1 , la succes-

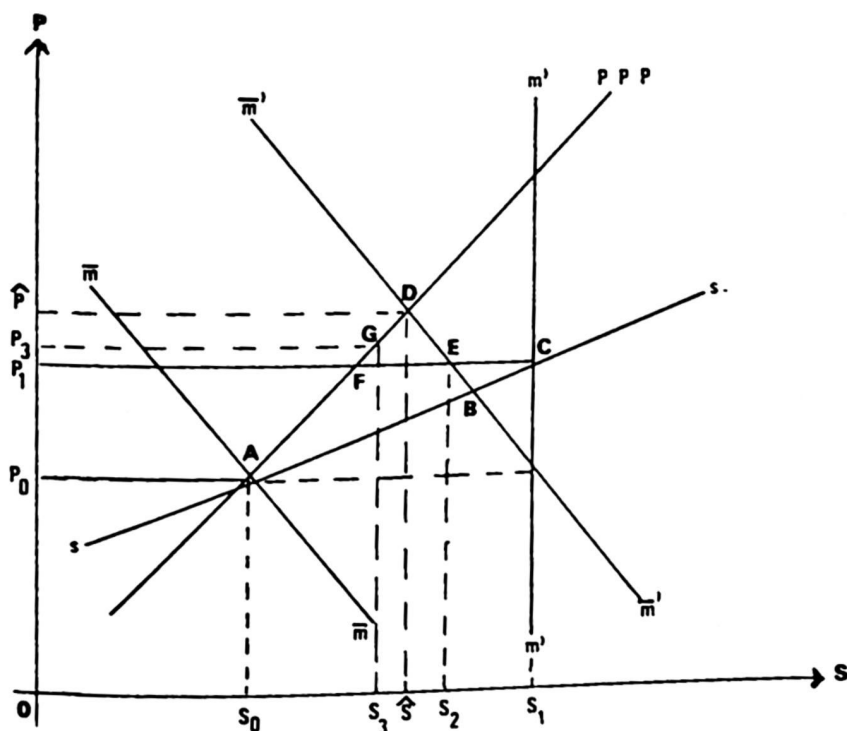


Figura 5

siva ripresa (dovuta alla reintroduzione del controllo degli aggregati monetari prefissati) non sia sufficiente a sopravvalutare la moneta nazionale, cosicché il punto E rimane alla destra della retta PPP. Poiché la moneta è adesso sottovalutata, il conto corrente migliora in termini reali e il reddito e l'occupazione aumentano. Pertanto la parte crescente della curva ss si sposta verso l'alto, mentre la curva $\bar{m}\bar{m}$ muove verso il basso. L'equilibrio verrà raggiunto in un punto come G, che sta fra F e D. Si noti che, in questo caso, non vi è possibilità di un risultato « vizioso », nel senso che né il cambio né il livello dei prezzi raggiungono alla fine del periodo un livello (S_3, P_3) più elevato di quello che avrebbero raggiunto in una economia a prezzi flessibili con offerta di moneta continuamente controllata (\hat{S}, \hat{P}). Si noti, ancora una volta, che la regola Ottica aiuta le autorità, nel senso che evita l'iperreazione del cambio e la disoccupazione che ne può seguire (7). Condurrà anche ad un punto come G, con la differenza però che esso giacerà fra A e D e probabilmente sotto ad F. Al limite, con una versione della regola senza margine di fluttuazione attorno al cambio di riferimento, non ci si allontanerebbe mai dal punto A.

5.2. *Spostamento della curva di formazione dei prezzi.*

Consideriamo ora il caso di una spinta esogena dei salari monetari in questo nostro paese. La situazione è descritta dalla figura 6. Partendo dal punto di equilibrio A, nel breve periodo ci si sposta in B a causa della politica di saggio di interesse stabile perseguita dalle autorità. Si noti intanto che se le autorità avessero mantenuto continuamente stabile l'offerta di moneta, l'equilibrio sarebbe passato in D, con un livello dei prezzi ed un tasso di cambio più bassi che in B. Se ora le autorità ritornano a controllare l'offerta di moneta al livello prefissato, l'equilibrio passa in C: la moneta si apprezza rispetto al suo cambio in B, ma i prezzi non calano.

In C la moneta è sopravvalutata rispetto alla parità del suo potere d'acquisto e il conto corrente in termini reali comincia a deteriorarsi. Questo fenomeno aveva già cominciato a verificarsi in B, ma l'insistenza delle autorità nel tornare alla quan-

(7) In E si genera disoccupazione anche se è un punto al di sotto della curva PPP, poiché esso è localizzato sul segmento orizzontale della curva ss .

tità prefissata di offerta di moneta ha peggiorato la situazione. Pertanto il reddito e l'occupazione cadono, cosicché, se le autorità non cambiano politica, la parte crescente della curva ss si muove verso il basso, mentre la curva $\bar{m}\bar{m}$ muove verso l'alto. Il punto di equilibrio finale, ma di sottoccupazione, si localizzerà in un qualche punto tra E ed F , senz'altro con una moneta più svalutata e forse anche con un livello dei prezzi più elevato che in B e C . Quel che più importa, comunque, è che il punto di equilibrio finale è « vizioso » (cioè ha un livello di prezzi e di cambio più elevato) rispetto al punto di equilibrio finale in situazione di economia a prezzi flessibili e offerta di moneta costante (punto A); e ciò, nonostante che la politica monetaria non sia stata accomodante, se non nel breve ma fatale periodo di saggi di interesse costanti. Naturalmente, se la politica monetaria fosse stata accomodante in modo da evitare l'insorgere della disoccupazione dovuta alla sopravvalutazione della moneta, si sarebbe finiti in F' , che può essere un punto più « vizioso » che

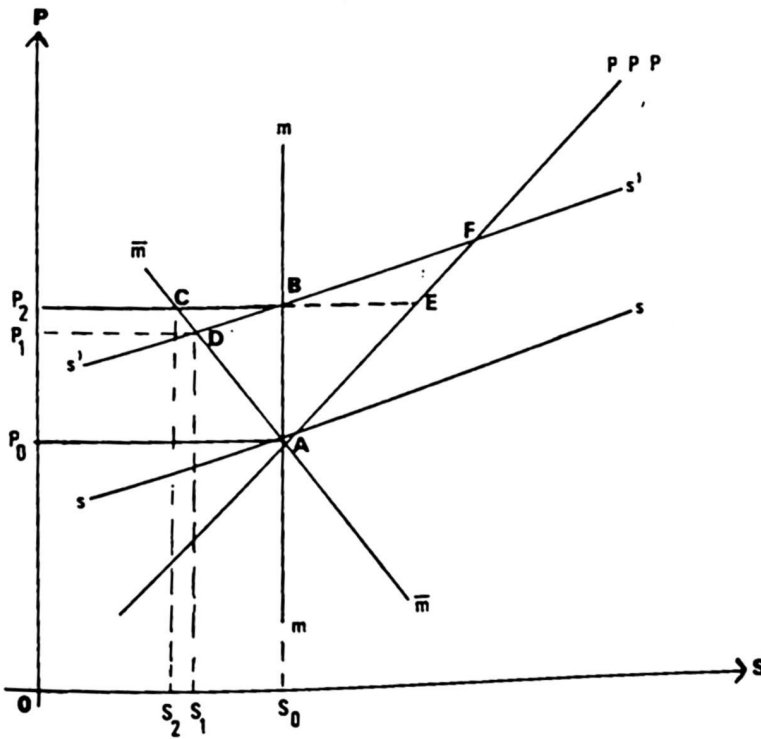


Figura 6

quello relativo alla politica di controllo dell'offerta di moneta (localizzato, questo, tra E ed F) quando il vizio è giudicato in base al comportamento dei prezzi e del cambio, ma che è senz'altro meno vizioso quando una qualche virtù è attribuita a risultati migliori sul piano dell'occupazione.

In questo caso la regola Optica ci condurrebbe anche essa al punto F. Pertanto essa eviterebbe all'economia la disoccupazione provocata dalla politica monetaria costante, ma non permetterebbe alcun guadagno sul fronte dell'inflazione e del cambio. Risulta di nuovo, quindi, che il pregio maggiore della proposta Optica consiste nel fornire alle autorità una sorta di stabilizzatore automatico della politica monetaria volto soprattutto a mantenere costante l'occupazione, e forse anche a limitare l'inflazione e la svalutazione. Quando lo shock ha origine nei mercati finanziari, la regola Optica è anche capace di fornire minor inflazione e svalutazione, mentre non ha successo su questo fronte quando lo shock ha origine nel processo di formazione dei prezzi.

6. CIRCOLI VIRTUOSI E LA PROPOSTA OPTICA

Mantenendo le ipotesi già utilizzate a proposito della diversa politica monetaria nel breve e nel medio-lungo periodo, e di rigidità verso il basso dei prezzi, consideriamo ora due shocks analoghi ai precedenti, ma contrari di segno, e quindi riferibili ad un paese « virtuoso ».

6.1. *Spostamento della curva di equilibrio finanziario.*

Supponiamo un abbassamento del saggio di interesse all'estero o una modifica esogena delle aspettative, nel senso che ci si attende una rivalutazione della moneta nazionale. La curva mm si sposta allora verso il basso, come nella figura 7. Nel breve periodo l'equilibrio si sposta da A a C e la moneta si apprezza da S_0 a S_1 . I prezzi tuttavia non cadono. Questo, in C, è anche il punto di medio periodo, quando le autorità reintroducono il controllo prefissato dell'offerta di moneta.

In C la moneta è sopravvalutata e il reddito e l'occupazione incominciano a cadere. Di conseguenza la parte crescente della curva ss si sposta verso destra, mentre la curva $\bar{m}\bar{m}$ si sposta verso l'alto. Se le autorità non modificano la loro politica, un punto di equilibrio di sottooccupazione è raggiunto in A.

6.2. Spostamento della curva di formazione dei prezzi.

Supponiamo ora che, per motivo esogeno di natura monetaria (ad esempio un abbassamento dei salari monetari all'estero e quindi dei prezzi di importazione), la curva ss si sposti verso il basso nel nostro paese. Ciò è descritto dalla figura 8, dove l'ipotesi di rigidità verso il basso dei prezzi significa che lo spostamento interessa soltanto la porzione crescente della curva ss . Il punto di equilibrio rimane temporaneamente in A .

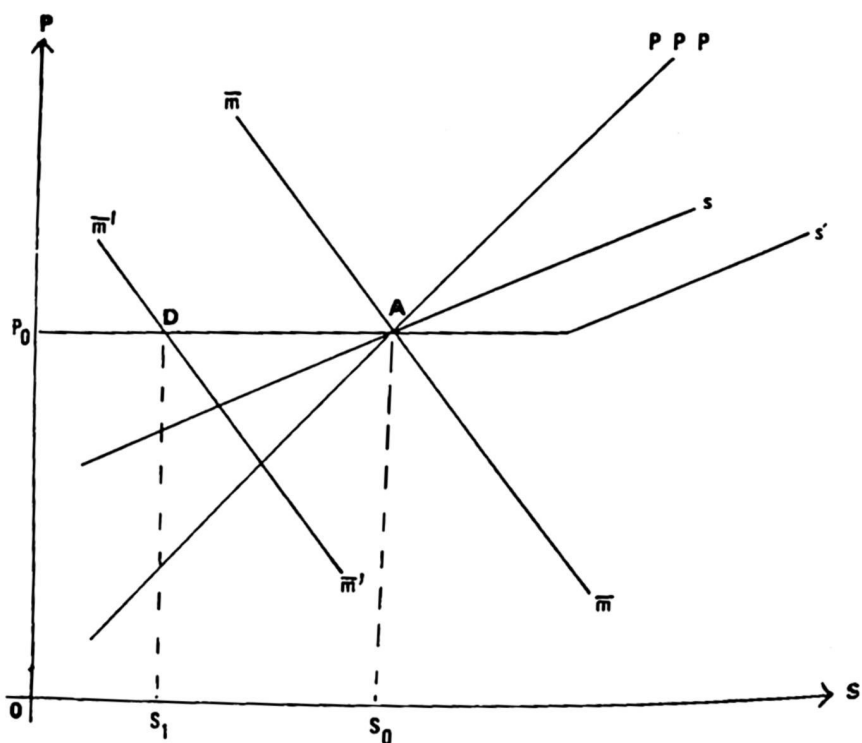


Figura 8

Tuttavia, con livello dei salari dato e prezzi alla importazione più bassi, i profitti in questo paese « virtuoso » saranno più elevati. Pertanto l'investimento, e quindi il reddito e l'occupazione, potranno aumentare, comportando, se ciò avviene, uno spostamento verso il basso della curva mm , e uno spostamento verso l'alto della sezione crescente della curva ss . Questo secondo spostamento non ha rilievo per l'equilibrio, purché i sa-

lari più elevati, che sono conseguenza del minor livello di disoccupazione, non mangino i maggiori profitti permessi dalla caduta dei prezzi all'importazione, cosicché la sezione crescente della curva ss non sposti la propria origine alla sinistra del punto A . D'altra parte, lo spostamento della curva $\bar{m}\bar{m}$ significa che la moneta si apprezza ad un livello come S_1 , corrispondente ad un nuovo equilibrio temporaneo D .

La situazione ora è del tutto simile a quella analizzata nel caso precedente. Pertanto non vi sarà circolo virtuoso e ci si ritroverà in A , o attraverso la pressione esercitata dalla sopravvalutazione della moneta, o a seguito di una politica monetaria espansiva. La seconda formula è necessaria se si vuole evitare la perdita di posti di lavoro e di reddito reale aggiuntivo che erano resi possibili dai maggiori profitti conseguenti ai più bassi livelli dei prezzi all'importazione.

Si noti, ancora una volta, che la regola *Optica* avrebbe automaticamente implicato il perseguimento della politica monetaria più appropriata, impedendo l'allontanamento dal punto A .

7. CORRISPONDENZA FRA CIRCOLI VIZIOSI E VIRTUOSI

È possibile che lo svilupparsi di circoli viziosi e virtuosi sia reso più evidente, da un punto di vista analitico, qualora contrapponessimo il caso di un paese « vizioso » a quello di un paese « virtuoso », e ne considerassimo le reciproche ripercussioni. Ciò, tuttavia, non è lecito fare in questa sede, ove il modello è stato volutamente semplificato in termini di un solo paese esplicitamente considerato (8).

8. MODIFICHE DELLE RAGIONI DI SCAMBIO E RAZIONALITÀ DELLA PROPOSTA OPTICA

Una critica al progetto *Optica* avanzata da autorevoli economisti (9) consiste nell'obiezione che esso non permetterebbe l'adeguamento del cambio ad una modifica della ragione di scambio di un paese, in quanto ne legherebbe comunque l'evoluzione all'andamento della parità del potere d'acquisto. È tuttavia age-

(8) Il modello a due paesi è stato sviluppato in Basevi e De Grauwe (1978).

(9) Cfr. Vaubel (1977) e Balassa (1977).

vole mostrare l'infondatezza di questa critica. Per fare ciò è però necessario sviluppare un modello esplicitamente a due paesi, cosa non possibile nei limiti di tempo e spazio di questo lavoro (10). Basti qui sottolineare che l'asimmetria della regola Optica, che non costringe le autorità monetarie di paesi a moneta relativamente deprezzata (sulla base della parità del potere d'acquisto) ad impedirne l'eventuale apprezzamento, come pure non costringe le autorità monetarie di paesi a moneta relativamente apprezzata (sulla base della parità del potere d'acquisto) ad impedirne l'eventuale deprezzamento, quando questi siano indicati dalle forze del mercato, sono alla base della dimostrazione che lo schema di gestione dei cambi proposto dal rapporto Optica non costituirebbe ostacolo alla variazione della ragione di scambio di un paese o di un gruppo di paesi che lo adottassero.

BIBLIOGRAFIA

- BALASSA, B., *European monetary arrangements: problem areas and policy options*, in «European Economic Review», agosto 1977 (vol. 9, n. 3).
- BASEVI, G., DE GRAUWE, P., *Vicious and virtuous circles and the Optica proposal: a two country analysis*, in M. FRATLANI e T. PEETERS (a cura di), *One Money for Europe*, Macmillan, Londra, 1978.
- BASEVI, G., DE GRAUWE, P., *Vicious and virtuous circles: a theoretical analysis and a policy proposal for managing exchange rates*, in «European Economic Review», 1977 (vol. 10, pagg. 277-301).
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE, *Optica Report '76: Inflation and exchange rates: evidence and policy guidelines for the European Community*, Brussels, 10 February 1977.
- DORNBUSCH, R., *Expectations and exchange rate dynamics*, in «Journal of Political Economy», dicembre 1976 (vol. 84, n. 6).
- FALCHI, G., MICHELANGELI, M., *Interazione fra tasso di cambio ed inflazione: una verifica empirica della tesi del circolo vizioso*, in «Banca d'Italia, Contributi alla Ricerca Economica», dicembre 1977.
- SCHADLER, S., *Sources of exchange rate variability: theory and empirical evidence*, in «International Monetary Fund», *Staff Papers*, luglio 1977 (vol. 24, n. 2).
- STEINHERR, A., DE GRAUWE, P., BASEVI, G., *The stability of interventions in the exchange markets based on purchasing power parities*, relazione presentata alla Conference on the Economics of Flexible Exchange Rates, Vienna, 29-31 marzo 1978.
- VAUBEL, R., *The next steps in European monetary integration: Optica 1975 and Optica 1976*, relazione presentata alla Conference on U.S.-European Monetary Relations, Washington, D.C., 17-18 marzo 1977.
- WILLETT, T., *The evolving exchange rate mechanism and its control*, relazione presentata alla conferenza suddetta.

(10) La dimostrazione è sviluppata in Basevi e De Grauwe (1978).