

I cicli valutari e l'economia internazionale*

1. Introduzione

Questo lavoro analizza le ragioni intrinseche che portano il cambio di una valuta chiave a muoversi insistentemente in una direzione;¹ fenomeni che si sviluppano come conseguenza endogena del processo di apprezzamento o deprezzamento sono destinati a mutare le caratteristiche e, alla fine, la direzione del processo stesso.

Qui ci riferiremo essenzialmente al rapporto bilaterale marco-dollaro, come asse su cui ha ruotato l'intera economia mondiale. Come si vede dalla figura 1, il rapporto nominale marco-dollaro, pur tra le oscillazioni quotidiane, è interpolabile con un ciclo che ha oscillato tra i valori massimi di 3,3 \$/DM a un minimo di 1,7 \$/DM. Il periodo che va dal 1975 ad oggi è quello cui faremo riferimento.

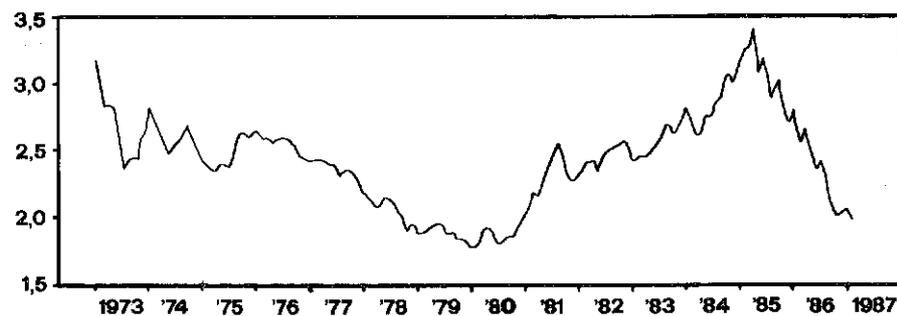
Questo comportamento ciclico del tasso di cambio è difficilmente spiegabile in termini di un unico episodio di razionalità, guidato da orientamenti di lungo periodo degli operatori, e imperniato su fatti esogeni che hanno spinto il cambio prima in una direzione e poi in un'altra. Questa sarebbe la spiegazione implicita in una qualsiasi versione dei modelli *Asset Market Approach*,² per i quali parlare di cicli valutari non avrebbe senso, se non come accidente. Qui si sostiene, invece, che tali cicli sono un fatto endemico del mercato determinato dal tipo di reazioni, percezioni e segnali che hanno probabilità di combinarsi tra loro e che producono il susseguirsi e il sovrapporsi di episodi valutari in cui l'ottica di breve-medio periodo degli operatori è prevalente. Questa "miopia" è funzione dell'incertezza e dell'incompletezza delle informazioni.

* Il presente lavoro è stato svolto nell'ambito del Progetto Finalizzato "Economia" del CNR.

¹ Siamo qui interessati alle tendenze dei cambi e non alla loro variabilità di breve periodo, che però entra nel quadro analitico che segue, perché è uno dei fattori che producono incertezza.

² Per una sintesi della letteratura dell'*Asset Market Approach*, qui data per nota, si rinvia a ISARD (1978), SHAFER-LOOPESKO (1983), KRUEGER (1983).

FIG. 1



Si sostiene, inoltre, che molti fattori che la teoria vede come "disturbi" ad un meccanismo autoregolatore sono in realtà fatti istituzionali e strutturali del mercato che vanno analizzati all'interno della teoria dei cambi (e non come *shock* esogeni). In aggiunta a ciò, le "altre condizioni" che si suppongono "date" nell'analisi del comportamento dei cambi (in primo luogo, la struttura produttiva) variano con quest'ultimo. I movimenti del cambio reale effettivo prima in una direzione e poi in un'altra lasciano tracce permanenti.

Nel lavoro intendiamo mettere a fuoco una successione stilizzata di relazioni causali che serva da riferimento analitico e concettuale per inquadrare le forze che agiscono su una valuta chiave in periodi di fluttuazione generalizzata; non ci soffermeremo, invece, sulla base statistico-descrittiva delle singole affermazioni.³

2. Aggiustamento di portafoglio

L'ottica di partenza dell'*Asset Market Approach* è che il mercato dei cambi si comporta secondo la logica del mercato dei titoli. Ne deriva un'interpretazione finanziaria della determinazione del tasso di cambio, che dà ai movimenti di capitale il ruolo preminente nella fissazione dei prezzi in quel mercato. Quest'ottica di partenza è sviluppata, poi, all'interno di una visione analitica di cui richiameremo i tre principali presupposti.

³ Se il termine non evocasse impostazioni molto diverse, si potrebbe affermare che quello qui presentato è un "modello", le cui relazioni sono formulate in forma qualitativa e sono prive del determinismo e delle standardizzazioni tipiche delle impostazioni dominanti in economia.

In primo luogo, è centrale nell'*Asset Market Approach* l'idea che il tasso di cambio sia sempre in equilibrio con le altre variabili reali e monetarie e che, di conseguenza, operatori razionali possono fare affidamento su fondamenti oggettivi come base per le loro decisioni valutarie. Il valore che tali riferimenti fondamentali assumono può variare man mano che nuove informazioni (sulle variabili esogene) vengono incorporate nel modello degli operatori, e sottintendono nuovi equilibri di lungo periodo. *Shock* continui provocano aggiustamenti (finanziari) continui che non incorrono nel cumulo degli errori. Ritardi di aggiustamento in qualche mercato reale fanno divergere l'equilibrio di breve periodo da quello di lungo periodo; i due equilibri sono, però, raccordati da un sentiero lungo il quale non vi sono opportunità di fare profitti attraverso la speculazione. Gli economisti delle aspettative razionali ritengono che anche quando il sentiero di aggiustamento non si dirige direttamente verso l'equilibrio (come nel caso di *overshooting*), gli operatori non possono sbagliarsi sulla "dinamica" e sui valori verso i quali essa converge.⁴

La seconda idea centrale nella costruzione analitica dell'*Asset Market Approach* è l'esogeneità delle politiche monetarie e fiscali. Sui valori delle variabili che direttamente dipendono da tali politiche finiscono per essere ancorati i valori di tutte le altre variabili. Il tasso di cambio corrente riflette non solo il valore corrente delle variabili esogene, ma tutto il sentiero anticipato di valori (esogeni) che esse prenderanno.⁵ Coerentemente, l'*Asset Market Approach* pone l'attenzione solo sui mutamenti non anticipati delle politiche economiche, perché sono gli unici che provocano variazioni del tasso di cambio corrente e dei valori finali di equilibrio.

La terza idea è forse ancora più cruciale, in quanto sussume la prima; ed è che l'aggiustamento avviene in condizioni di continuo equilibrio finanziario di *stock*. In altre parole, il prezzo di equilibrio dei titoli è in ogni momento pienamente riconosciuto da tutti gli operatori e

⁴ La teoria può sfuggire all'assunzione che gli operatori conoscano la posizione sottintesa di lungo periodo del cambio facendo l'ipotesi che vi siano aspettative "perfettamente miopi". In nessun caso, però, la miopia può essere considerata come funzione dell'incertezza, perché è implicito nell'impostazione che tutte le aspettative sono verificate e continueranno ad esserlo fino alla convergenza. Per assurdo, si potrebbe perfino supporre che aspettative "perfettamente miopi" caratterizzino un sentiero esplosivo, ma è un *curiosum* privo di logica economica, come lo stesso FRANKEL (1985) riconosce. Ritorniamo sull'argomento nella nota 24.

⁵ In questa visione non risulta chiaro in base a quali considerazioni gli operatori formino le loro opinioni sul comportamento (futuro) di tali variabili, né risultano esplicitate le motivazioni della politica economica.

raggiunto istantaneamente.⁶ Lungo tutto il sentiero seguito dalle variabili finanziarie fino al valore finale, la discrepanza tra portafogli desiderati ed esistenti è eliminata istantaneamente al variare dei dati rilevanti.

L'impostazione di questo lavoro non ha nulla di divergente con l'ottica di partenza dell'*Asset Market Approach*; vale a dire con l'enfasi sullo *stock* dei titoli finanziari, sulla natura speculativa dei mercati valutari e sulla differente velocità di reazione dei mercati finanziari rispetto a quelli reali. Scinde, però, quest'ottica dai presupposti analitici dentro cui è sviluppata e la pone all'interno di altri, ritenuti più idonei a filtrare i fatti di riferimento.

a) Se i prezzi non convogliano l'intera informazione disponibile⁷ l'aggiustamento finanziario non è istantaneo, ma graduale; il mercato valutario non riflette costantemente un equilibrio di *stock*.

Nell'*Asset Market Approach* l'ipotesi di istantaneità è coerente con il presupposto che il mercato esprima una piena conoscenza delle tendenze di fondo e del sentiero futuro di aggiustamento corrispondenti all'insieme di informazioni ottenibili in ogni momento. In quell'ambito, non ha significato distinguere gli operatori per orizzonte temporale delle scelte (o per altri criteri). Fuori da queste ipotesi, l'assenza di equilibrio di *stock* comporta che il valore informativo dei prezzi non sia elevato, e degradi con le scelte che a quei prezzi si verificano. È opportuno, quindi, operare almeno una distinzione, quella tra mutamenti di *habitat* valutario nella scelta delle attività (supposti di maggiore durata temporale, almeno nelle intenzioni) e movimenti di capitale tesi ad un realizzo speculativo in un arco temporale molto breve.⁸

b) Se, com'è nel mondo reale, l'aggiustamento di portafoglio non avviene solo attraverso i prezzi, ma anche attraverso le quantità, il valore del cambio si fissa attraverso scambi che mutano la posizione di due

⁶ È perfettamente concepibile che i prezzi si formino anche senza transazioni. Si veda BIASCO (1985).

⁷ Nell'ambito delle stesse ipotesi delle aspettative razionali non si raggiunge un equilibrio di informazione completa quando il vettore delle condizioni esogene sulle quali gli agenti hanno informazioni ha dimensioni maggiori di quello dei prezzi. Si vedano in proposito HELLWIG (1980), BRAY (1981), DIAMOND-VERRECCHIA (1981). Una rassegna della letteratura è in ANDERSEN (1985). Un equilibrio di informazione completa richiede — giova ricordarlo — che tutte le funzioni di utilità appartengano ad un insieme che sia di dominio comune, che il vettore delle informazioni sia espresso unicamente dal sistema dei prezzi e che l'eterogeneità delle aspettative dipenda solo da informazioni iniziali diverse.

⁸ È una distinzione puramente logica, che difficilmente è netta nella realtà: titoli identici possono rientrare in entrambe le categorie.

operatori in modo uguale e contrario; il che presuppone eterogeneità delle aspettative e dei comportamenti.

c) Nel mondo reale l'eterogeneità di aspettative e comportamenti non è legata solo all'asimmetria delle informazioni,⁹ ma anche al diverso modo in cui le informazioni sono percepite e elaborate dai singoli operatori¹⁰ o dalla convenienza o meno ad utilizzarle.¹¹

Il mondo postulato in questo saggio è quello di una penetrante intuizione di Tobin (1982): «le più importanti alternative ai modelli dei mercati di attività finanziarie che assumono aspettative razionali e uso efficiente delle informazioni sono modelli che assumono che gli aggiustamenti avvengano lentamente e che vi sia disequilibrio. Il disequilibrio non ha bisogno di implicare che nei mercati non siano soddisfatte la domanda o l'offerta, sebbene possa prendere quella forma. Può semplicemente implicare che gli investitori non detengono il loro portafoglio desiderato». Questo contesto rende legittima un'attenzione metodologica rivolta all'insieme di fenomeni endogeni di rottura che finiscono per cambiare le caratteristiche macroeconomiche del sentiero che l'economia percorre. Lo stesso Dornbusch (1982) riconosce l'esistenza di questi fenomeni quando afferma, ad esempio, che una indeterminazione del saggio di cambio può sorgere ove «le politiche monetarie, che presumibilmente ancorano il sistema, siano di fatto endogene e possano essere sostanzialmente causate da movimenti del tasso di cambio». Ovviamente questa non è l'unica possibilità di indeterminazione.

Nel contesto in cui la teoria corrente dei tassi di cambio è formulata non ha senso, invece, un'attenzione metodologica rivolta ai mutamenti di quadro indotti dai sentieri prevalenti in un certo periodo; l'attenzione è solo rivolta ai fenomeni che conducono ad una nuova posizione di riposo per l'economia. Dall'interno dei processi in atto non può avvenire che questo.

⁹ I teorici delle aspettative razionali ammettono l'eterogeneità delle aspettative solo in quanto prodotta dall'asimmetria delle informazioni. Per essi l'asimmetria è corretta dal mercato stesso.

¹⁰ Nel contesto informativo delle aspettative razionali la speculazione trae origine solo dalla diversa propensione al rischio di operatori diversi, ed è un modo di spostare il rischio da operatori meno propensi ad operatori più propensi al rischio. Questa visione della speculazione risale a HICKS (1946). Per una formulazione recente in termini di aspettative razionali si veda TIROLE (1980). Per una diversa trattazione della speculazione, in termini di visioni divergenti, si veda HIRSHLEIFER (1975), (1977).

¹¹ Si veda l'importante saggio di HEINER (1983), nel quale solo sopra certe soglie che definiscono il rischio dell'azione (rischio determinato dal *gap* tra strumenti di decifrazione e complessità della situazione) non è conveniente utilizzare le informazioni. Si vedano anche HEINER (1985) e GOWDY (1985).

3. Presentazione stilizzata di una sequenza interpretativa

La diversità di presupposti analitici rispetto all'*Asset Market Approach* comporta una differente natura e ordine logico delle relazioni e dei fatti sequenziali all'interno dei quali filtrare e decifrare gli eventi.

Lo schema concettuale dell'*Asset Market Approach* può essere rappresentato nel seguente modo: a) equilibrio preesistente; b) rottura dell'equilibrio; c) aspettative razionali e perfetta informazione portano la posizione di breve periodo su un sentiero di equilibrio finanziario condizionato da una rigidità in qualche mercato, la quale vincola i valori assunti dal resto delle variabili dell'economia; d) rimozione progressiva della stessa rigidità (cioè, di un qualche ritardo di aggiustamento lungo il sentiero); e) nuovo equilibrio.

Se, come avviene in un ramo del ciclo valutario, il tasso di cambio mostra di muoversi in modo non convergente verso un nuovo equilibrio è perché si verificano *shock* (inattesi) che vanno nella stessa direzione di quello originario, prima ancora che l'equilibrio corrispondente allo *shock* precedente sia raggiunto. È il sentiero stesso che muta; di conseguenza, l'apparente non convergenza va spiegata con posizioni di equilibrio di breve periodo che attraversano sentieri diversi,¹² implicanti diversi equilibri di lungo periodo.

Una sequenza di disequilibrio che aderisce ai presupposti sopra delineati, diversi da quelli dell'*Asset Market Approach*, ha un ordine logico sostanzialmente differente.

¹² Ad esempio, un differenziale positivo di tassi d'interesse rispetto al resto del mondo è indicativo, in modelli di perfetta sostituibilità, della svalutazione attesa futura. Se vi è successiva rivalutazione è perché la politica monetaria ha impedito ai differenziali di annullarsi spontaneamente (può averli perfino fatti aumentare) e perché può aver accresciuto l'entità della svalutazione attesa. Nel caso concreto del dollaro nella prima metà degli anni '80 la ricorrenza dei movimenti del cambio nella stessa direzione sarebbe spiegata dal *mix* seguito dalla politica economica e da mutamenti autonomi delle scelte di portafoglio. Si vedano ad esempio FRANKEL (1985) e DOOLEY-ISARD (1985).

È difficile dar credito a prove econometriche su fenomeni caratterizzati da irregolarità di risposte, disequilibrio e decisioni su valori attesi quando queste confermano una teoria. In questo caso non si ha neppure questo risultato, ma una debole "performance" econometrica di questo tipo di spiegazioni, per il dollaro come per le altre valute. Cfr. ad esempio MEESE-ROGOFF (1983a), (1983b); HACCHE-TONWSEND (1981). In generale, i risultati poco favorevoli all'*Asset Market Approach* vengono attribuiti all'insufficiente specificazione statistica e al cronico mutamento strutturale. DORNBUSCH (1982) recepisce questa discrepanza tra teoria ed esperienza concreta riconducendo gli andamenti del cambio divergenti con quelli predetti dalla teoria ad anticipazioni del comportamento delle autorità, alle bolle speculative, e a convincimenti estranei al "vero" funzionamento dell'economia: problemi che, in un contesto diverso, sono tenuti presenti in questo lavoro.

a) L'aggiustamento di portafoglio è un processo che avviene nel tempo. Difformità di informazioni e discordanza nel modo di interpretare i segnali sono un fatto endemico del mercato dei cambi. In generale, labilità di convincimenti e forti contrasti caratterizzano aspettative di lungo e breve periodo. Va aggiunto che, se l'incertezza conduce alla variabilità dei cambi — quale che sia la catena causale —, è anche vero che la variabilità aumenta l'incertezza. La variabilità dei cambi è una delle ragioni (assieme a informazioni incomplete, costi e inerzia) per le quali gli aggiustamenti di portafoglio avvengono gradualmente.

b) La gradualità nell'aggiustamento di portafoglio non ha necessariamente effetti stabilizzanti nei mercati finanziari. Può essere la causa di movimenti eccessivi dei prezzi se l'aggiustamento riguarda principalmente i flussi, se una larga porzione del mercato si aggiusta *ex ante* nella stessa direzione,¹³ se non vi sono speculatori in sufficienza che prendono posizioni opposte o se essi sono lenti ad agire.

c) In queste circostanze, sono possibili eventi esplosivi. Il tasso di cambio può assumere una dinamica autonoma che contrasta con la stabilità macroeconomica. I segnali emessi da un mercato possono condurre a decisioni irreversibili in altri mercati, a mutamenti istituzionali o a reazioni delle autorità. Questi sviluppi non necessariamente scoraggiano gli investitori a mantenere la direzione *ex ante* in cui l'aggiustamento di portafoglio sta avvenendo.

d) Nel contesto di incertezza e di aspettative fragili, l'aggiustamento di *stock* può durare a lungo e risultare in una condizione nella quale "gli investitori finanziari sono lontani dal loro portafoglio desiderato". Nel frattempo la situazione si evolve, assumendo caratteristiche completamente differenti che subentrano alle precedenti, mentre queste ultime stanno ancora producendo effetti. Quando l'inversione avviene, quindi, altrettanto pronunciata.

4. Fase I del ciclo valutario

Ripercorriamo la sequenza da a) a d), tenendo come riferimento le vicende del rapporto di cambio marco-dollaro.

¹³ Qui è sempre implicato un aggiustamento desiderato di portafoglio sulle quantità, che risulti poi *ex post* soddisfatto in parte da variazioni di quantità e in parte da variazioni dei prezzi. Poiché, attraverso gli scambi, due portafogli variano in direzione uguale e contraria, quando parliamo di direzione in cui avvengono i mutamenti di portafoglio intendiamo riferirci alla situazione prevalente *ex ante*.

La fase iniziale del movimento rivalutativo, il consolidamento successivo sui valori massimi (con possibile ulteriore ascesa) e la fase in cui finisce il movimento rivalutativo e ha inizio l'inversione di tendenza richiedono spiegazioni diverse. Essendo fasi che si iterano tra loro, possiamo cogliere il ciclo valutario in un punto qualsiasi per iniziare l'analisi; le condizioni iniziali non saranno di "equilibrio" ma rispecchieranno l'intera storia passata. Ragioni espositive — e, forse, anche cronologiche — consigliano di partire dalla fase in cui per una valuta chiave inizia una tendenza verso la rivalutazione.¹⁴

La figura 2 può essere una schematizzazione utile per ordinare gli argomenti dei paragrafi 4-6. L'asse delle ascisse indica la direzione e intensità che con maggiore probabilità gli operatori traggono da segnali che riguardano il comportamento del settore reale; l'asse delle ordinate indica l'intensità e direzione dei convincimenti tratti con maggiore probabilità dai segnali che riguardano il settore monetario (che include le autorità monetarie). I segnali positivi sono favorevoli all'acquisto della valuta in questione e quindi alla sua rivalutazione; viceversa per quelli negativi. Poiché ci riferiremo solo ai processi rivalutativi,¹⁵ il ciclo è colto in qualche punto, tipo A, in cui la situazione sta evolvendo dal settore VIII al settore I.

I convincimenti circa la forza o debolezza (prospettica) di una valuta, che provocano mutamenti nei portafogli internazionali e pressioni sul cambio possono essere alimentati da fattori di vario tipo (differenziali dei saggi di interesse, comportamenti anticipati delle autorità, fatti politici, percezione delle reazioni di altri operatori a fatti specifici ecc.); fattori sui quali vi è poco da aggiungere rispetto al rilievo che assumono nella letteratura.¹⁶

Rischia, tuttavia, di essere fuorviante — specie se riferito alle fasi di avvio di un processo rivalutativo — il peso pressoché esclusivo che è posto nella letteratura su fatti di politica economica (in particolare

¹⁴ I termini "rafforzamento", "salita del cambio", "apprezzamento" o equivalenti sono usati come sinonimo di "rivalutazione"; l'inverso per "svalutazione".

¹⁵ Il processo di svalutazione va pensato con basi esattamente simmetriche. Il settore I ha il corrispondente nel settore V, il II nel settore VI e così via. La demarcazione tra il settore I e VIII non appare in fig. 2 perché è molto sfumata e, a seconda delle circostanze, può trovarsi sopra o sotto l'asse delle ascisse.

¹⁶ A differenza dell'*Asset Market Approach* non vi è alcun bisogno in quanto segue di far riferimento allo *stock* netto di attività; qui ci si riferisce essenzialmente allo *stock* lordo. Inoltre è estranea all'*Asset Market Approach* la possibilità che si crei un flusso addizionale di titoli attraverso l'intermediazione finanziaria e che la risposta della struttura produttiva alle indicazioni del cambio sia sufficientemente rapida. Questi casi non devono, invece, essere esclusi nell'analisi che segue. Per un esame delle limitazioni implicite all'impostazione *Asset Market Approach* si veda BIASCO (1985).

monetaria) e sulle valutazioni che gli operatori ne traggono nell'ambito del comportamento congiunturale dell'economia. Sul mercato agiscono operatori finanziari con orizzonti temporali molto differenziati, dal brevissimo periodo valutabile in giorni a periodi più lunghi valutabili in anni. Alcuni traggono segnali dalle condizioni entro le quali maturano decisioni di politica monetaria, altri da condizioni più strutturali dell'economia reale. Per gli uni e gli altri i punti di riferimento si traducono in attese di rendimenti specifici delle attività finanziarie, incluse le attese di guadagni in conto capitale e, quindi, di variazione del tasso di cambio.

Per il secondo tipo di operatori l'attesa di una rivalutazione deriva dalla percezione delle più alte potenzialità di crescita del paese in relazione al resto del mondo. Queste potenzialità sono colte attraverso segnali che vengono dall'economia reale, dalla profittabilità della produzione, dalla forza competitiva. Quest'ultima è riflessa nel tipo di specializzazione, nei livelli di inflazione relativa (corrente e attesa) e, da ultimo ma non ultimo, nei saldi della bilancia commerciale e in conto corrente.¹⁷

La presenza di operatori con questo tipo di orientamento deve essere molto rilevante, se non prevalente, nella fase di avvio dei flussi *ex ante* che iniziano il movimento rivalutativo di un cambio. Sta di fatto che per marco (1976) e dollaro (1981) tale movimento è avvenuto con segnali monetari e reali coincidenti nella direzione. In aggiunta, in entrambi i casi, le condizioni iniziali presentavano — per eredità della storia passata — una solida situazione finanziaria delle imprese.

Nonostante questi segnali, il movimento del cambio è all'inizio del ciclo molto moderato (per lo meno, rispetto a ciò che avverrà successivamente). All'inizio, i motivi della "forza" o della "debolezza" vengono riconosciuti con lentezza e circospezione per un'eredità della storia passata, che ci sarà chiara solo nel paragrafo 6 quando avremo percorso l'intero cerchio della figura 2. Quei motivi hanno bisogno di conferme, richiedono una valutazione — su base effettiva o congetturale — delle stesse conseguenze indirette delle variazioni del cambio.¹⁸

Il paradigma centrato sulla difficoltà per gli operatori a distinguere gli aspetti permanenti da quelli transitori di un fenomeno è pertinente

¹⁷ La capacità di finanziare dall'esterno un prolungato periodo di crescita molto più difficilmente gioca un ruolo nella fase di avvio del processo rivalutativo, a meno che il paese non abbia scoperto giacimenti minerari.

¹⁸ Questa cautela appare sotto forma di differenti opinioni nel mercato circa la continuazione del movimento ascendente.

anche nelle spiegazioni dei cambi.¹⁹ In tali condizioni, gli operatori individuano il carattere permanente dalla durata del fenomeno stesso.²⁰ Di conseguenza, la stessa persistenza del cambio su valori elevati e tendenzialmente in salita fa persistere in questa fase i mutamenti *ex ante* di portafoglio e fa aumentare l'entità dei saldi tenuti nella valuta forte. Ciò rende resistente il fondo delle oscillazioni e perpetua la tendenza. Aspetti adattivi e aspetti di limitata razionalità appaiono in questa fase nelle aspettative (senza mai essere una prerogativa dell'intero mercato nel quale predomina l'incertezza).²¹

Le convalide che vengono alle aspettative di rivalutazione e che le rafforzano non derivano solo dall'effetto J, di cui sarebbe difficile, tuttavia, sottovalutare l'importanza in questa fase. Le reazioni di politica economica possono generarne altre. Tale politica sarà in generale restrittiva come eredità del periodo in cui la situazione di riferimento si trovava nel settore VIII. Essa rimane in vigore nella nuova situazione che si determina con la rivalutazione sia perché non può comunque essere rovesciata in breve tempo se gli scopi che si era prefissi hanno bisogno di tempi lunghi per essere raggiunti, sia perché non è ritenuto necessario abbandonarla se le reazioni del settore reale mandano segnali positivi alle stesse autorità, oltre che agli operatori privati.²²

Le reazioni del settore reale sono molto importanti. L'economia la cui valuta si apprezza persistentemente, come la Germania nel 1977-80 o gli Stati Uniti nel 1981-85, è sotto pressione per adattare la sua struttura produttiva al più elevato tasso di cambio; inoltre, presenta un abbassamento del tasso di inflazione, che tende a divenire strutturale e prolunga la sua influenza sul comportamento degli operatori pubblici e privati anche quando la valuta finisce di apprezzarsi.

¹⁹ CUCKIERMAN (1982), (1984) lo usa nell'analisi del rapporto tra inflazione e prezzi relativi e della determinazione del tasso di interesse in presenza di aspettative inflazionistiche.

²⁰ Ciò è compatibile anche con l'ipotesi di informazioni asimmetriche rese omogenee, poi, dal mercato. Un'interpretazione degli eventi in questa chiave non può essere estesa alle condizioni della fase successiva.

²¹ Gli aspetti di razionalità, come qui li intendiamo, riguardano anticipazioni del futuro basate su un sistema (elementare) di relazioni sul modo di funzionare dell'economia, che non deriva i riferimenti quantitativi da errori del passato o dagli sviluppi correnti. Il riferimento alla razionalità è molto più lato e labile di quello implicato dalle aspettative razionali. È ovvio che se le aspettative sul mercato sono in prevalenza adattive (o di altro tipo) un investitore razionale — dotato di (improbabile) conoscenza di questo aspetto — dovrebbe tenerne conto. Questo, però, non autorizza a confondere i caratteri delle aspettative.

²² Questa relativa costrizione della politica economica non può essere scontata interamente nelle aspettative. Per cui i differenziali positivi dei saggi di interesse che ne conseguono finiscono sempre per giocare un ruolo nell'apprezzamento del cambio.

Ci occuperemo separatamente nel paragrafo 7 del tipo di modificazioni alla struttura produttiva che avvengono durante l'intero ciclo di rivalutazione e svalutazione. Per ora ci interessa solo rilevare che per un certo periodo i mutamenti strutturali possono mandare segnali che sostengono e accelerano il movimento ascendente del cambio.

La relativa velocità di adeguamento della struttura produttiva alla dinamica tendenziale del cambio è certo un dato nuovo evidenziato da questi anni di fluttuazione. È ovvio che il processo può avvenire entro certi limiti; ciononostante è di gran lunga più pronunciato di quanto gli economisti si aspettassero.²³

Quando gli impulsi indotti dalla rivalutazione finiscono per convalidare e rafforzare le ragioni del movimento del cambio, sugli aspetti adattivi e limitatamente razionali delle aspettative se ne innestano altri.

Operatori con un orizzonte temporale di breve periodo (ma non necessariamente solo loro) possono orientare le aspettative sulle tendenze stesse che il cambio esprime. Di una valuta che rivaluta gli operatori percepiscono la forza e di una che svaluta la debolezza. I movimenti indotti da queste aspettative provocano ulteriore rivalutazione o ulteriore svalutazione. Una corrente estrapolativa delle aspettative si manifesta specie dopo che i primi movimenti rivalutativi (o svalutativi) si sono verificati, man mano che si procede all'interno del settore II (o del settore V) della figura 2, ed è guidata dai segnali che si sono prodotti dall'inizio della rivalutazione (svalutazione).²⁴

L'importanza dei flussi privati di capitali e di correnti estrapolative (spesso flussi a breve) nel determinare i tassi di cambio era stata già colta da Nurkse (1944) nella sua ricognizione dell'esperienza di fluttuazione dei cambi avutasi tra le due guerre mondiali. Nurkse notava che, nell'equilibrio *ex post* dei conti con l'estero, i movimenti di capitali

²³ Forse si poteva già da prima sospettare che tale processo si verificasse nelle economie industriali: nel regime dei cambi fissi le varie economie si erano adeguate al loro saggio di cambio. Pur se si erano accumulati squilibri, questi non possono oggi essere giudicati elevati in relazione ai venticinque anni di quasi stabilità dei cambi.

²⁴ ARTUS (1976) e OKINA (1985) trovano che una componente estrapolativa delle aspettative ha caratterizzato la speculazione contro il marco (1975-77) e lo yen (1982).

Questo tipo di aspettative possono anche essere ricomprese nell'ambito delle aspettative razionali (si veda BLANCHARD, 1979 e TIROLE 1980). In quest'ambito le bolle speculative sono studiate come divergenza cumulativa da un sentiero di valori del cambio corrispondente alle "fundamentals", divergenza nota agli speculatori, i quali sono in grado anche di valutare la probabilità del crollo. Tale impostazione implica: a) che comunque vi sarà un ritorno al sentiero garantito dalle "fundamentals"; b) che tali "fundamentals" sono indipendenti dai valori assunti dal cambio durante la bolla speculativa. Qui queste due condizioni vengono messe in dubbio.

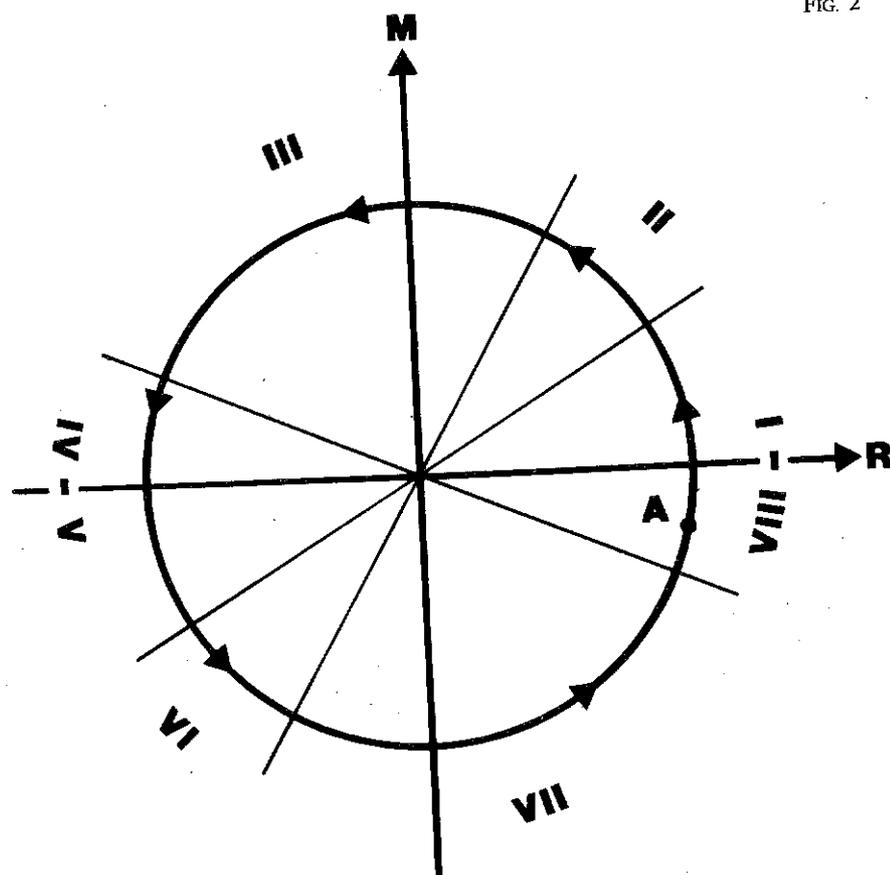


FIG. 2

costituivano la variabile indipendente e quelli delle merci la variabile dipendente.²⁵ In altri termini: se i capitali affluiscono su una valuta grazie alle aspettative indotte da una rivalutazione già in corso — e che quindi viene rafforzata — il movimento compensativo è quello delle merci, nel senso che si determina un passivo nel conto merci e servizi.

Questo, però, vale su un periodo lungo di tempo e dopo una non breve persistenza della rivalutazione.²⁶ Oggi, i movimenti privati di

²⁵ KEYNES (1929a), (1929b) aveva sostenuto una tesi opposta: il movimento delle merci è la variabile indipendente e quello dei capitali è la variabile dipendente nella dinamica del tasso di cambio. In precedenza, KEYNES (1921) però guardava essenzialmente ai movimenti di capitale per spiegare il comportamento dei cambi. È nostra convinzione che sia corretta la tesi di Nurkse — ripresa poi dall'*Asset Market Approach* — sul primato dei movimenti di capitale.

²⁶ In ogni caso, non vi è mai né automaticità, né corrispondenza 1:1 tra lo squilibrio *ex ante* dei flussi in conto capitale e la determinazione dei saldi reali. In più, gran parte delle transazioni reali è indipendente in volume dalle variazioni del cambio. I modelli di tassi di cambio che

capitale devono essere inquadrati in un contesto del tutto diverso da quello che aveva di fronte Nurkse: se negli anni '20 e '30 c'era una caduta dei prezzi, negli anni '70 e '80 c'è stata inflazione. Ne consegue che oggi per una fase non breve (che può durare due anni) allo squilibrio *ex ante* dei movimenti privati di capitale sul mercato valutario non fa seguito (o fa seguito con difficoltà) un saldo di merci e servizi di carattere compensativo. Nel breve periodo, alle rigidità delle correnti commerciali e dei contratti si aggiunge un'attenuazione dell'inflazione e un miglioramento delle ragioni di scambio. L'inverso avviene per la svalutazione. Le aspettative che hanno alimentato i movimenti di capitali continuano ad operare e la variazione dei cambi, per effetto di questo meccanismo, diventa molto più ampia che negli anni '20.²⁷ Tale variazione andrebbe molto lontano se la difficoltà a compensare nel conto corrente i movimenti di capitale non inducesse le autorità ad intervenire.

Il modo in cui le autorità tedesche e statunitensi sono intervenute in fasi simili è molto differente. Le prime sono intervenute sul mercato dei cambi accumulando riserve e mantenendo la politica restrittiva; le seconde hanno favorito un'espansione del reddito. Dalle due alternative è difficile sfuggire, man mano che la situazione si dirige verso il settore III della figura 2. Entrambe producono effetti reali, di ritardo nella correzione dei saldi commerciali attivi in un caso, di elevata profittabilità dell'investimento nell'altro. Incoraggiano quindi gli aggiustamenti di portafoglio verso la valuta che li sta già attraendo. La politica monetaria opera nella stessa direzione, perché non può non essere restrittiva e cauta nel limitare la discesa dei saggi d'interesse. Quindi, in un secondo

esplicitano il conto corrente rappresentano, tuttavia, in modo non soddisfacente il *clearing* del mercato di cambio. Il tasso di cambio si forma sul mercato delle attività, ma senza scambi tra operatori finanziari; il saldo di conto corrente che risulta ad ogni valore del cambio è eguagliato al flusso di capitale per pura ragione di identità *ex post*. Si vedano BRANSON (1977), (1985), KOURI (1976) e DORNBUSCH-FISHER (1980). Una rassegna critica di questo modo di procedere è in BIASCO (1985).

²⁷ Si vedano WILLIAMSON (1973), WITTE (1978) e LEVIN (1983), per il caso in cui l'effetto J può portare a sentieri esplosivi. Gli ultimi due concludono che ciò avviene solo se la controspeculazione non è sufficiente. L'esperienza concreta ha mostrato che questo non è affatto un caso teorico. Si veda MCKINNON (1979) in proposito.

L'ascesa del cambio dovuta a fenomeni di *bandwagon* è circoscrivibile a tratti specifici del ciclo valutario, in cui si verificano condizioni favorevoli a quel tipo di speculazione (settore II della Fig. 2). Vedremo poi che in altri settori possono determinarsi condizioni favorevoli per episodi più limitati.

Molta letteratura empirica respinge l'ipotesi che nella spiegazione del movimento prolungato dei cambi possa essere attribuito un ruolo a un comportamento *continuo* di estrapolazione. Ciò è perfettamente plausibile, ma non le conclusioni che ne vengono tratte e che tendono ad escludere del tutto la presenza di questi comportamenti.

stadio del processo di rivalutazione, è molto alta, anche se per condizionamenti diversi rispetto ai precedenti stadi, la probabilità che la politica economica produca ancora segnali positivi per la rivalutazione.

Le ragioni per le quali il cambio si apprezza progressivamente, pur tra sorpassi e ritorni indietro, e non compie, invece, in un unico balzo l'intero tragitto potenziale che compirà in un arco di tempo non risiedono nelle rigidità presenti nel sistema — che, semmai, dovrebbero imprimere tutt'altra dinamica.²⁸ Il punto è che l'ambito di valori coerenti con altri fattori economici non può essere immediatamente riconosciuto dagli operatori. Quand'anche, dopo un cambio di regime, le informazioni non mutino, siano omogenee e vi sia concordanza sulle componenti causali delle relazioni rimane il fatto che i parametri non sono univocamente stabiliti e ogni valore del cambio può essere compatibile nel breve e nel lungo periodo con uno spettro molto ampio di valori di altre variabili, che al cambio sono collegate.²⁹

L'apprezzamento può essere mantenuto anche dal fatto, caro alla *New Classical Macroeconomics*, che nuove informazioni affluiscono al mercato. Esse riguardano però le informazioni su risposte endogene dell'economia; risposte, che non sono quindi note *a priori* agli operatori come relazioni del "modello", ma sono valutate, decifrate e scoperte man mano che si delineano.

Il fatto che il mercato non identifichi immediatamente l'ambito di valori del cambio adeguato al mutamento delle condizioni che portano alla rivalutazione rende tale identificazione ancora più difficile successivamente. Durante il tragitto che il cambio compie le condizioni sottostanti dell'economia reale non rimangono immutate, il che retroagisce sulla stessa dinamica del cambio.

²⁸ Nell'ambito della teoria prevalente l'apprezzamento dovrebbe essere repentino e dar luogo successivamente ad un progressivo deprezzamento.

²⁹ Il mondo a cui ci riferiamo è, però, un mondo in cui l'abilità e forti contrasti sono componenti delle aspettative e le informazioni sono diseguali. Le "fundamentals" sono un riferimento troppo vago e incerto perché su di esse vi possa essere un accordo fra gli operatori.

La letteratura tratta gli errori nelle valutazioni delle "fundamentals" in termini di "convincimenti estranei" al "vero" modello dell'economia. Si veda DORNBUSCH (1982). Non è mai studiato il caso in cui i riferimenti "devianti" fossero più di uno e fossero diversi per operatori diversi. Quando l'informazione che deve essere estratta dai prezzi non è ben definita, a causa di convincimenti estranei, ogni prezzo può essere di equilibrio — cfr. HELLWIG (1980) — o l'equilibrio di aspettative razionali può non esistere — cfr. FUTIA (1981). Una indeterminazione può sorgere anche in mercati efficienti — cfr. ANDERSEN (1984) — quando non vi sia un prezzo (futuro) dato esogenamente su cui ancorare le decisioni riguardanti *assets* rischiosi, e nello stesso tempo i prezzi *spot* dipendano dalle aspettative sui prezzi futuri. «In tal modo, il risultato di indeterminazione è strettamente legato al problema di definire in modo preciso nei mercati efficienti le informazioni riflesse dai prezzi. L'indeterminazione del prezzo dei titoli implica che ogni informazione può essere inclusa nel prezzo e che in tal modo ogni prezzo sia un prezzo di equilibrio». ANDERSEN (1984).

5. Fase II del ciclo valutario

L'eccessiva variabilità che il cambio esibisce in questa fase è una caratteristica della situazione. Tale variabilità può essere a sua volta fonte di ulteriore ritardo di aggiustamento. Ciò avviene in particolare quando essa provoca strappi nella direzione del *trend* medesimo e successiva inversione, sia pur temporanea, di tendenza; inoltre essa è fonte di accorciamento nell'orizzonte temporale degli operatori. L'ambito di valori in cui l'oscillazione avviene nel settore III della figura 2 non interpola ancora una inversione del *trend*, ma un consolidamento dei livelli raggiunti dal cambio o una moderata continuazione del movimento ascendente.

Alla luce di quanto detto nel paragrafo 4 possiamo capire perché non sia sufficiente l'apparizione di un conto corrente negativo o la perdita di competitività o altre ripercussioni sul settore reale per por fine al processo rivalutativo.

Questi segnali non hanno un riflesso né meccanico, né automatico sulle aspettative. Operatori con orizzonte temporale più lungo possono ancora non mettere in discussione il giudizio prevalente all'inizio del processo rivalutativo sulle potenzialità relative di crescita dell'economia.³⁰ Ciò è vero soprattutto se i primi segnali negativi che vengono dal settore reale sono in contraddizione con altri, sempre emanati dallo stesso settore, incluso il giudizio su come esso ha reagito fino allora alla rivalutazione.

Nel caso dell'apprezzamento del marco un numero di fattori quali la lunghezza del periodo in cui si è mantenuto l'attivo di conto corrente, la specializzazione, la bassa inflazione e la capacità di assorbire gli *shock* petroliferi possono aver avuto maggior peso nella decifrazione del futuro rispetto allo schiacciamento dei profitti delle imprese, alla debolezza degli investimenti e dell'assottigliarsi dell'attivo corrente fino all'inversione di segno. Nel caso dell'apprezzamento del dollaro un maggior peso è stato dato alle migliori capacità gestionali dell'economia e al tasso di crescita corrente come indice del tasso futuro. Entrambi suffragati dalla discesa dell'inflazione e dal miglioramento di profittabilità che tale crescita assicurava alle imprese. La bilancia in conto corrente, sempre più negativa, era quindi considerata alla stregua di un investimento, nonostante la perdita di competitività delle imprese esposte al commercio internazionale.

³⁰ Sul punto ritorneremo nel par. 7, specie nella nota 53.

Se i giudizi sulla struttura di fondo dell'economia rimangono in questa fase neutri (o ancora moderatamente favorevoli all'investimento nella valuta in questione) per operatori con orizzonte temporale più lungo, i fattori monetari (inclusi i comportamenti anticipati delle autorità) possono giocare un ruolo predominante nell'immediato. Operatori con orizzonte temporale molto breve e attenti a fattori contingenti possono prendere il sopravvento e provocare le fluttuazioni. Questi sono operatori più simili a quelli descritti nelle aspettative razionali, ma "miopi".³¹

Sono presenti, tuttavia, anche fattori di inerzia. Si mantiene, cioè, negli operatori la memoria delle tendenze manifestate in passato e lo *status* di "valuta forte" o "debole", anche quando la situazione sottostante muta. I fattori di inerzia si alimentano su se stessi e sulla risposta ritardata alla situazione precedente.³²

In conclusione, ancora per un altro periodo il tasso di cambio può rimanere nell'ambito dei valori massimi raggiunti, può stabilire nuovi massimi e perfino essere soggetto di tanto in tanto a possibili effetti *bandwagon*. Occorre tempo prima che le conseguenze per il settore reale dell'economia emergano e siano percepite dagli operatori.

Si fronteggiano allora sul mercato valutario in maniera più equilibrata che in precedenza modi differenti di decifrare la situazione e proiettarla nel futuro. Pur prevalendo prima in una direzione e poi in un'altra, mantengono il cambio in un ambito di valori ancora elevato e prolungano le conseguenze della rivalutazione passata. L'inversione del ciclo valutario è un processo, una fase, prima di essere una brusca virata.

6. La fase di inversione

L'emergere di condizioni che mutano il quadro di riferimento è endogeno. Abbiamo visto nel paragrafo 5 che considerazioni reali e monetarie possono sistematicamente dare indicazioni opposte nella seconda fase del processo rivalutativo.

³¹ Sono possibili, di nuovo, limitati fenomeni di speculazione *bandwagon*. Non come episodi prolungati e caratterizzanti la fase, ma come bolle che avvengono continuamente nel mercato e si sgonfiano rapidamente, la cui esistenza è ammessa anche dai teorici dell'*Asset Market Approach*. Cfr. FRANKEL (1985). Queste bolle limitate non sono neutre perché convincono gli operatori della resistenza del cambio ai livelli elevati raggiunti durante la rivalutazione cumulativa.

³² Quando ancora si poteva ammettere che le aspettative registrassero con lentezza i mutamenti delle condizioni sottostanti, ricerche sul tasso di interesse in presenza di inflazione denunciavano ritardi consistenti di adeguamento. Una rassegna della letteratura è in FOSTER (1979). Il problema di distinguere tra variazioni permanenti e transitorie delle condizioni sottostanti (e dei prezzi che il mercato segnala in conseguenza) si ripresenta in termini identici per ciò che riguarda il tasso di cambio.

Affinché il quadro muti, le indicazioni devono convergere (settore IV). Ciò accade quando gli sviluppi della situazione rendono inevitabile un mutamento della politica monetaria. Va notato che quella convergenza potenzia l'affidabilità dei segnali reali negativi, già apparsi nel settore III.

Le autorità possono legittimamente temere l'instabilità e le potenzialità esplosive delle dinamiche in corso, ma soprattutto le conseguenze del protrarsi di un cambio forte in termini di libertà di politica economica, dinamismo dell'economia, livello dei profitti, perdita di quote delle esportazioni. Nel caso di cambio debole, all'opposto, il timore è nell'inflazione e, per gli Stati Uniti degli anni '70, anche nell'incipiente detronizzazione del dollaro come principale valuta internazionale.

È sorprendente che le inversioni nelle preferenze di portafoglio degli operatori privati abbiano dovuto attendere per verificarsi i segnali monetari emanati dal comportamento delle autorità (sia di quelle la cui valuta si era apprezzata che di quelle la cui valuta si era deprezzata). Il fatto che la fine della rivalutazione del marco (1980-81) e del dollaro (1985-86) siano entrambe interpretabili sotto questo profilo, non autorizza tuttavia a vedere le vicende dei tassi di cambio dall'angolo visuale degli *shock* esogeni.³³ L'intervento delle banche centrali è in ogni caso indotto da forze interne alla dinamica degli eventi, anche quando la politica muta di segno.³⁴

L'intervento delle banche centrali, o in generale delle autorità economiche, provoca una rottura della fiducia con cui le aspettative che generano gli eventi del settore III sono tenute, specie le aspettative estrapolative e di breve periodo. Esso genera nelle decisioni degli operatori incertezza sulla fascia futura in cui il cambio si muoverà e si stabilizzerà, specie se le regole di intervento non sono fisse. È vero che, in molti casi, la direzione dell'intervento è obbligata e può essere in questa specifica fase anticipata dagli operatori, in una condizione molto simile a quella prevista dai teorici delle aspettative razionali. La similitudine, però, è solo parziale, perché non possono essere anticipati né l'entità né il profilo temporale degli interventi. Per operatori con

³³ Una qualche endogenità può essere pensata per i modelli di *portfolio balance*, nel caso in cui il premio per il rischio dipende dall'entità dello *stock* di titoli interni posseduti da stranieri. Il protrarsi di un conto corrente negativo fa diminuire la domanda e aumentare l'offerta di titoli.

³⁴ Nell'*Asset Market Approach* il comportamento delle banche centrali è avulso dal contesto di reazioni e impulsi che vengono dall'economia; è sempre visto come un fattore esogeno e discrezionale di disturbo.

orizzonte temporale brevissimo, che occasionalmente in questa fase dominano sul mercato, più che la direzione dell'intervento conta il momento in cui esso può verificarsi.

Vi è da aggiungere però che le reazioni delle autorità (o la loro possibilità), sebbene mutino i convincimenti sul comportamento del tasso di cambio nel futuro immediato, correggono molto più lentamente le precedenti opinioni degli operatori sullo *status* di valuta "forte" o "debole". I fattori di inerzia sono una componente importante delle aspettative; poggiano, tuttavia, su condizioni oggettive e non (o non solo) su fatti psicologici. I conseguenti ritardi a percepire il mutamento di scena condizionano l'intero ciclo successivo.

Condizioni oggettive sono costituite dalle difficoltà di orientamento degli operatori nei periodi di inversione del ciclo valutario. Vediamo ciò in relazione al marco nel periodo fine 1979-80.

Nei periodi di inversione, specialmente per operatori che adottano punti di riferimento semplificati di tipo monetaristico, i segnali sono contraddittori. Quando le politiche rivolte alla stabilizzazione dei tassi di cambio divengono restrittive nel paese soggetto a svalutazione e moderatamente espansive in quello soggetto a rivalutazione, il risultato è una correzione pronunciata degli squilibri preesistenti di conto corrente, dal momento che gli effetti di mutamenti relativi nella pressione della domanda interna hanno dominato nel mondo reale gli effetti dei mutamenti relativi di competitività.³⁵ Mentre il conto corrente del paese la cui valuta è stata nel passato giudicata "debole" diviene positivo e quello del paese a valuta "forte" diviene negativo, i differenziali preesistenti di inflazione non sono corretti immediatamente, né lo sono i differenziali nella crescita dell'offerta di moneta (a causa della parziale endogeneità di questo aggregato nei confronti della domanda); di conseguenza, non sono corretti neanche i differenziali nei tassi d'interesse reali.³⁶ In un quadro non nitido agli operatori la memoria del passato ha terreno per permanere e le convinzioni sulla forza o debolezza nel lungo periodo di una valuta possono recedere con

³⁵ Cfr. ARTUS-YOUNG (1979).

³⁶ In verità l'*Asset Market Approach* enfatizza il valore prospettivo di tali variabili nelle decisioni finanziarie degli operatori: ciò è corretto; tanto più nell'ambito di una teoria che suppone noto agli operatori il "vero" modello di funzionamento dell'economia. Tuttavia, quando l'accordo sulle "fundamentals" è molto debole e queste ultime sono molto vaghe, la situazione corrente ha sicuramente un peso elevato nelle aspettative, specie se i segnali sono non convergenti e sono contraddittori con l'andamento del tasso di cambio giudicato probabile per il futuro.

lentezza.³⁷ Il ventaglio delle aspettative è molto largo in queste fasi,³⁸ e la difficoltà di individuare il *trend* futuro produce un'accentuazione della variabilità nei tassi di cambio come nel 1980. L'orizzonte temporale degli speculatori diviene sempre più corto.

Il massimo della variabilità si è registrato anche nella fase analoga del ciclo del dollaro (1985). Questa non è stata una pura ripetizione della fase descritta, perché diverse sono state le risposte di politica economica che hanno accompagnato la rivalutazione cumulativa. Nel caso del dollaro si è avuta una dilatazione della fase II (corrispondente al settore III), nella quale le correzioni di politica economica, che hanno portato ad una diminuzione dei differenziali nei saggi di interesse, dei differenziali di crescita ed a un marginale miglioramento della bilancia commerciale³⁹ non hanno coinciso con un pieno riconoscimento della preponderanza dei segnali negativi provenienti dal settore reale. La dilatazione della fase II ha finito per comprimere la fase di inversione.

Quando l'inversione della situazione è diffusamente percepita, in genere con ritardo, le due valute si scambiano i ruoli. La valuta che era stata in precedenza debole — il dollaro dal 1981 in poi e il marco e lo yen⁴⁰ dall'inizio del 1985 — è spinta verso l'alto dallo stesso meccanismo di aspettative prima prevalentemente adattive e limitatamente razionali e poi estrapolative che l'avevano spinta verso il basso all'inizio del precedente ciclo.

Lo svolgimento completo del ciclo percorre, in sostanza, l'intero circolo della figura 2. Si entra, per la valuta che si era apprezzata, nel settore V e per quella che aveva svalutato nel settore I; entrambe

³⁷ Questo, ovviamente, non riguarda solo marco e dollaro, ma anche le altre valute. È interessante il caso della lira italiana che ancora nel 1978 e 1979 la memoria del passato teneva in uno *status* di valuta debole, nonostante il mutamento delle condizioni sottostanti, riflesso soprattutto nell'attivo di conto corrente e nella crescita elevata della produzione, accompagnati, però, da alta inflazione e da espansione dell'offerta di moneta superiore a quella degli altri paesi.

³⁸ È interessante l'analogia con quanto avviene nei periodi che precedono un salto dell'inflazione o una sua caduta, comunque un mutamento di scena. Il ventaglio delle aspettative degli operatori, così com'è registrato dagli *opinion polls*, si apre enormemente, per poi richiudersi solo dopo che le tendenze si siano manifestate. Si veda in proposito CHAN-LEE (1980). Va sottolineato che i *test* svolti sulle aspettative registrate dalle inchieste dirette non convalidano l'ipotesi che tali aspettative siano razionali. Quasi comunemente gli autori giungono alla conclusione che un'ipotesi di aspettative adattive interpreta meglio i dati. Per una rassegna si veda VISCO (1984).

³⁹ Gli effetti sui vari aggregati descritti per il periodo 1979-80 sono molto offuscati nel 1985-86 a causa della discesa del prezzo del petrolio.

⁴⁰ Lo yen fa caso a sé. Il suo ciclo valutario è stato continuamente rotto dalle autorità che hanno potuto operare in questa direzione fino a che il mercato dei capitali giapponese ha potuto godere di una relativa chiusura. Per quanto più breve, il ciclo si è comunque manifestato. Ritorniamo sull'argomento nella nota 62.

ripercorrono in un quadrante diverso tappe simmetriche a quelle che avevano compiuto nella precedente fase.⁴¹ Il paese che emette la valuta destinata alla rivalutazione si trova ora con conto corrente attivo, una situazione finanziaria delle imprese soddisfacente e differenziali d'interesse che si sono mossi in suo favore rispetto alla situazione precedente. È esattamente il punto da cui siamo partiti nell'analizzare la prima fase dei cicli valutari e che abbiamo allora considerato un'eredità del passato.

7. Fluttuazione dei cambi e struttura produttiva

La struttura produttiva, o, in generale, la condizione del settore reale, è tra le cause di questi cicli valutari,⁴² ma ne è in parte anche effetto, per cui è opportuno riprendere questo tema da un altro punto di vista.

Poiché una componente delle scelte finanziarie che portano alla rivalutazione di un cambio è il giudizio sulle capacità competitive e le potenzialità relative di crescita di un paese nel medio periodo, i settori che fanno la forza competitiva di un paese interagiscono negativamente con gli altri settori e li sottopongono a problemi di competitività estera che non avrebbero altrimenti avuto, per lo meno con la stessa intensità e modalità.

Nella letteratura⁴³ che analizza le conseguenze per una economia della presenza di un forte settore esportatore vari canali possono governare l'interazione tra settori: la rivalutazione nominale, il mercato del lavoro, la domanda.⁴⁴ Affinchè operi il primo canale il mutamento nominale del cambio deve dar luogo ad un mutamento di competitività di breve periodo nell'economia. Non tutti i modelli di *Asset Market* ammettono questa possibilità e quelli che lo fanno⁴⁵ hanno la limi-

⁴¹ Con ciò non si vuole implicare che la storia si ripeta per processi meccanici, rappresentabili in un modello con parametri.

⁴² La stessa politica economica, un'altra delle concause, è almeno in parte ispirata dal comportamento del settore reale.

⁴³ Per una più ampia illustrazione di questi punti e per una interpretazione critica della letteratura sul rapporto tra cambi e struttura produttiva si veda BIASCO (1986).

⁴⁴ In generale, è una letteratura riferita al *boom* dei prezzi delle risorse naturali o alla scoperta di giacimenti, che gli autori considerano applicabili a casi più generali di settori in espansione e settori in ritardo.

⁴⁵ Come esempio, si vedano EASTWOOD-VENABLES (1982) e BUTLER-PURVIS (1983).

tazione di trascurare le reazioni autonome di offerta che avvengono in risposta al tragitto del cambio: la composizione settoriale della produzione riflette solo le variazioni della domanda. Gli stessi modelli finiscono in ogni caso per avere come canale predominante nel lungo periodo il mercato del lavoro. Esso vincola la domanda globale a tornare sui valori di partenza, cui corrisponde il saggio naturale di disoccupazione. Di conseguenza, l'espansione di un settore (supposta permanente) costringe gli altri a ridimensionarsi corrispondentemente.

In altri modelli di *Asset Market Approach*,⁴⁶ invece, le reazioni autonome di offerta sono predominanti al mutare dei prezzi relativi (all'interno), ma la competitività non muta mai al variare del cambio (il primo canale non opera): i prezzi nominali dei settori esterni sono fissati internazionalmente e quelli di altri mercati (incluso il mercato della forza lavoro) sono fissati dal *clearing* di domanda e offerta.⁴⁷

I processi settoriali, per essere incorporati all'interno di una visione in cui il cambio è determinato nel breve periodo da fattori finanziari richiedono un numero di ipotesi in aggiunta a quelle delineate nel paragrafo 2 come caratteristiche dell'*Asset Market Approach*.

a) Innanzi tutto, conseguenze, sviluppi e profilo temporale delle modificazioni settoriali sono perfettamente noti agli operatori. Si rappresenta, quindi, un sentiero di perfetto arbitraggio tra presente e futuro delle scelte finanziarie degli operatori, sentiero che include queste informazioni.

b) Una modificazione settoriale esogena (generalmente, un *boom* di alcuni settori) è l'occasione che produce il processo di interazione settoriale. Essa è generalmente percepita dagli operatori come innalzamento del reddito permanente.⁴⁸

c) I processi sono dicotomici; solo gli *shock* reali hanno conseguenze reali mentre gli *shock* monetari hanno conseguenze solo sui valori nominali.

⁴⁶ Si vedano come esempio TURNOVSKY (1983) e NEARY-PURVIS (1984).

⁴⁷ In questi modelli, i processi di trasmissione settoriale si mettono a fuoco meglio facendo riferimento ai cosiddetti "modelli reali", cui si ispirano; modelli, cioè, privi del settore finanziario, aspettative e movimenti di capitale, per i quali il cambio è un prodotto della stessa interazione settoriale. I modelli di *Asset Market Approach* in questione tendono a riprodurre in forma ridotta le condizioni di equilibrio del settore reale, sovrapponendovi un equilibrio del settore finanziario. Per i modelli "reali" si vedano, in particolare, GREGORY (1976), CORDEN-NEARY (1982), ENDERS-HERBERG (1983), van WIJNBURGEN (1984b). Una rassegna e una bibliografia esauriente sono in CORDEN (1984).

⁴⁸ In Turnovsky, il ruolo che negli altri modelli ha il reddito permanente è assunto dalla ricchezza desiderata. Mentre la prima muta istantaneamente, la seconda può muoversi solo gradualmente e governa quindi il sentiero di aggiustamento.

d) Le modificazioni settoriali che si verificano lungo il sentiero di equilibrio sono reversibili: con l'*overshooting* del cambio può verificarsi un *overshooting* nella contrazione o espansione di un settore, che poi viene invertita man mano che si procede verso l'equilibrio finale.

Per uscire da una visione statica del modo in cui avvengono le risposte settoriali non basta a questa letteratura ipotizzare variazioni continue dei rapporti settoriali lungo il sentiero di equilibrio; i mutamenti specifici di domanda e offerta che accompagnano il mutamento di condizioni sottostanti e definiscono il temporaneo equilibrio generale, sono visti in un ambito analitico in cui le condizioni tecniche di produzione sono date esogenamente.

La difficoltà ad utilizzare tale letteratura per inquadrare le fasi in cui vicende del settore reale contribuiscono a far salire il cambio è nel fatto che siamo di fronte a processi di trasformazione settoriale avvenuti senza tensioni sul mercato del lavoro e dei beni e perfino con un accrescimento della disoccupazione e della capacità inutilizzata.⁴⁹ L'ipotesi che l'interazione settoriale sia determinata dall'incremento dei salari reali o da quello della domanda innescati dai settori in *boom* non è consona a interpretare questi processi.

Il punto è che le reazioni di offerta non sono del tipo descritto dalla teoria, perché, anche nelle stesse ipotesi dei modelli, dovrebbero essere viste all'interno di un insieme di processi dinamici, che modificano la struttura settoriale.

Alcuni settori possono rimanere immuni dalla rivalutazione e perfino guadagnare da essa; ma in generale la rivalutazione comporta mutamenti nelle condizioni di offerta, man mano che le imprese esposte — soprattutto le più vulnerabili — tentano di sfuggire ai suoi rigori attuando processi di ristrutturazione ed economie di costi, mutando il mercato di destinazione, differenziando, accelerando l'introduzione dei miglioramenti tecnologici.⁵⁰

⁴⁹ Modelli "reali" di interazione settoriale con disoccupazione sono in ENDERS (1984) e BOYER (1985), ma entrambi sono di cambi fissi e mancano di una prospettiva di offerta. In VAN WIJMBERGEN (1984b) la disoccupazione è solo un fatto di "disequilibrio" dovuto ai ritardi con cui i salari reali si aggiustano.

⁵⁰ Le reazioni di offerta non sono rappresentabili come mutamento di posizioni lungo una curva di offerta come, invece, avviene nella letteratura di riferimento. Nel più trattabile (e parziale) dei casi si ha a che fare con spostamenti della curva stessa, ed entrate e uscite di imprese nel mercato. L'intensità della reazione della struttura produttiva può essere messa in relazione a quattro componenti: a) l'entità della rivalutazione effettiva e attesa; b) la situazione finanziaria delle imprese; c) le opportunità tecnologiche; d) il mutamento dei salari reali. I modelli "reali" non colgono il processo, poiché suppongono che le imprese reagiscano solo ai prezzi relativi degli *input* interni.

Quanto più rappresentato nella produzione del paese è il gruppo di settori che risente poco della competitività-prezzo e quanto più efficace è, in generale, la reazione del settore esposto nel ripristino di redditività e competitività, tanto meno il paese risente in prima istanza della rivalutazione. Ma questa è solo una parte della storia. Un mutamento molto rapido delle condizioni di offerta, generato dal successo stesso della reazione all'andamento del cambio, finisce per essere un lavoro di Sisifo: trascinando il cambio sempre più in alto restringe il primo tipo di settori (quelli più immuni) e impedisce a molti altri del secondo gruppo di recuperare comunque la competitività e profittabilità perduta. Interi settori o linee di produzione non riusciranno a rimanere sul mercato e verranno abbandonati.

L'entità di un potenziale innalzamento di reddito non è, quindi, un elemento di informazione acquisito all'inizio del processo, indipendente dal percorso del tasso di cambio;⁵¹ la percezione degli operatori varia e può estrapolare da situazioni contingenti sia quando le trasformazioni produttive tengono (o sembrano tener) dietro alla variazione cumulativa del cambio sia quando non possono più farlo.

L'aspetto dicotomico dei modelli è a questo riguardo un altro elemento di ostacolo alla comprensione della realtà. Anche quando fattori scatenanti e propellenti di un movimento ascendente del cambio non hanno origine dallo stato dell'economia reale, ma da segnali monetari o di altro tipo, la dinamica settoriale descritta in precedenza si verificherebbe ugualmente e avrebbe le stesse conseguenze. Se i segnali che quella dinamica emana confortano le scelte finanziarie, comunque originate, le pressioni sul cambio possono prolungarsi e assumere intensità esplosiva. Il comportamento del cambio, quando è dominato da fattori finanziari, è direttamente causa, più che riflesso, della struttura produttiva.

Per la semplice ragione che i portafogli internazionali si orientano verso la valuta internazionale che in ogni particolare momento sembra più suscettibile di rivalutazione, l'attuale sistema monetario internazionale crea dinamiche fisiologiche del tipo descritto in precedenza ai paesi che emettono valute usate per investimenti e pagamenti internazionali. Il loro ciclo valutario è inevitabile. Tendenze di 4-5 anni (tanto dura la fase rivalutativa) sono sufficienti per dar luogo a fenomeni importanti di

⁵¹ Quest'ultimo può nei modelli solo modificare il valore in valuta nazionale di un flusso permanente di reddito aggiuntivo che è contabilizzato in valuta estera ed è un dato della situazione.

riallocazione della capacità produttiva. Quanto più forte è la reazione di offerta delle imprese e più alti sono i margini consentiti da effetti J o da mercati non concorrenziali in cui le imprese operano; oppure, in generale, quanto più alte sono le capacità competitive che il paese mostra nonostante la rivalutazione, tanto più unidirezionali sono i segnali per gli investitori finanziari internazionali. Fisiologicamente, l'economia che emette una valuta chiave è spinta da queste fasi ad attrezzarsi per sopravvivere con un cambio elevato, portandosi verso settori a minore sensibilità al tasso di cambio, a maggiori prospettive di profitto o maggiore contenuto tecnologico; in ogni caso, verso settori meno soggetti alla competitività-prezzo.⁵² Ma, come già detto, lo stesso successo di tale tendenza prolunga e amplifica l'onda di rivalutazione e lascia tali paesi fuori da un numero non indifferente di settori e linee produttive.

Anche con l'apparizione di un conto corrente negativo la rivalutazione può continuare⁵³ come riflesso di un giudizio degli operatori sulla capacità relativa del paese di generare reddito nel lungo periodo. Quel giudizio non muta finché nuove informazioni (o il protrarsi del deficit stesso) non ne rivelino l'insostenibilità.

Come conseguenza endogena delle scelte originarie di portafoglio, si determinano successivamente le condizioni perché le scelte mutino e una valuta chiave sia abbandonata a favore di un'altra (Parr. 5-6).

Questo moto oscillatorio dei cambi non provoca un andamento oscillatorio della struttura produttiva, perché le modificazioni che avvengono durante il periodo di rivalutazione diventano difficilmente

⁵² Se il processo conduce a una riduzione della dinamica dei salari reali, incorpora degli ammortizzatori. Ci siamo sempre riferiti a differenti tipi di settori esposti alla concorrenza esterna, trascurando il settore "protetto". Vale la pena, tuttavia, rilevare che in un certo senso rientra in questo processo di svincolamento dalla competitività-prezzo anche la tendenza dell'economia ad incrementare la dimensione di tale settore. Ciò avviene, in special modo, se la rivalutazione è accompagnata da disoccupazione e da una caduta dei salari reali in termini dell'*output* interno.

⁵³ I "modelli monetari" di interazione settoriale aiutano a capire perché il processo non termini subito con l'apparizione di un conto corrente negativo. In essi l'anticipazione di un reddito futuro provoca immediatamente movimenti speculativi di capitale e rivalutazione: l'esportazione futura viene scontata e, fino a quando non si realizzi effettivamente, il conto corrente è negativo. Questi modelli monetari sono generalmente riferiti alla scoperta di giacimenti. Ne consegue un effetto di annuncio e la possibilità di conoscere ragionevolmente il reddito futuro come entità, come durata e collocazione temporale. Fuori da quel caso particolare, il reddito futuro è una congettura e le capacità dell'economia di generarlo sono, nel migliore dei casi, probabilistiche. Gli operatori imparano a formulare orientamenti attraverso le informazioni fornite dalle prime reazioni alla rivalutazione. La percezione della forza competitiva, riflessa dal comportamento stesso del conto corrente, ha in queste circostanze il ruolo che nelle circostanze dei modelli ha l'annuncio. È quindi più temperato, ma conduce ugualmente a saldi negativi del conto corrente.

reversibili in seguito.⁵⁴ Fatti transitori (le variazioni del cambio) lasciano dunque tracce permanenti.

Ciò avviene anche in altre circostanze: oltre al moto oscillatorio delle valute chiave si è verificato un moto oscillatorio dei prezzi reali delle materie prime e dei beni manufatti. La fase ascendente dei prezzi si determina (o, per lo meno, si è finora determinata) all'interno del ciclo del dollaro, dopo un periodo di caduta di quella valuta e quando l'investimento in valute alternative cominciava ad essere rischioso.⁵⁵ I paesi industriali che avevano una importante componente di materie prime nella produzione⁵⁶ sono stati interessati da un ciclo rivalutativo, che ha prodotto sollecitazioni settoriali identiche a quelle descritte sopra. In più, una serie di valute vengono usate in particolari momenti per diversificare i rischi dei portafogli internazionali, come valute rifugio, subendo anch'esse un processo di rivalutazione che si prolunga nel tempo.⁵⁷

Una serie di valute sono state interessate in successione da processi di rivalutazione violenta e soggette a un ciclo inverso quando le reazioni interne e internazionali hanno fatto venir meno i motivi della rivalutazione.

Ci sono molte ragioni per cui i processi di svalutazione possono rivelarsi non simmetrici a quelli di rivalutazione dal punto di vista delle conseguenze settoriali, per cui il ciclo valutario non è neutrale. Le ragioni dell'asimmetria sono in gran parte funzioni dell'accrescimento dell'incertezza.

I comparti e le linee di produzione espulsi dalla rivalutazione non richiamano automaticamente investimenti quando diventano nuovamente competitivi e profittevoli durante la svalutazione: a) in parte perché gli investimenti, ove convenisse, sono stati spostati all'estero; b) in parte, e soprattutto, per ragioni di prudenza imprenditoriale e c) per ragioni oggettive.

⁵⁴ Tutti i modelli di *Dutch disease* incorporano una qualche idea di reversibilità. Nel fatto, ad esempio, che vi siano stadi successivi di equilibrio (che dipendono dalla diversa mobilità dei fattori) che possono invertire le risultanze dell'equilibrio precedente. Ciò è coerente con il modo statico di considerare le reazioni di offerta come posizioni diverse lungo una curva data. Può avvenire in tal modo un *overshooting* nella contrazione del settore tradizionale. In TURNOVSKY (1984) tali mutamenti strutturali procedono in modo istantaneo per salti discontinui, in parallelo con i salti discontinui del rapporto tra prezzi relativi all'interno.

⁵⁵ L'influenza del ciclo valutario sul ciclo prezzi reali delle materie prime si è attenuata negli anni '80, ma è stata forte negli anni '70.

⁵⁶ Ci riferiamo a Gran Bretagna, Australia, Olanda e Norvegia.

⁵⁷ Basti pensare, ad esempio, al franco svizzero e allo scellino austriaco.

Episodi di rivalutazione lasciano traccia nelle aspettative. Gli operatori hanno bisogno di attendersi che la svalutazione sia persistente prima di assumere il nuovo ambito di valori del cambio nei loro calcoli di convenienza a lungo termine e prima di rischiare di trovarsi successivamente spiazzati da una nuova inversione di *trend*.⁵⁸ Ma, quand'anche la nuova situazione cominci ad essere pensata come permanente rimane il fatto che le occasioni di profitto che determinano l'entrata in un mercato in condizioni di certezza possono non essere sfruttate quanto più pronunciate sono le condizioni di incertezza e di variabilità attesa dai profitti.⁵⁹ E questo può spiegare perché le linee di produzione abbandonate durante la rivalutazione non vengano riattivate durante la svalutazione. Inoltre, i costi di investimento necessari allo scopo non possono non essersi nel frattempo alzati perché i produttori (di altri paesi) che sono rimasti nel mercato hanno ampliato le loro quote e consolidato la posizione, mutando tecnologia, *marketing* e caratteristiche stesse del mercato.⁶⁰

I cicli valutari conducono potenzialmente ad una situazione paradossale. Quanto più inducono, a causa dei loro *ratchet effects* settoriali, tutti i paesi avanzati a spostare la competizione su produzioni inizialmente meno sensibili alle variazioni dei prezzi (internazionali), tanto più rischiano di creare un *surplus* di capacità in quei settori e di determinare una situazione competitiva che alla fine li rende assimilabili agli altri. Tuttavia, l'alternanza di periodi di compressione dei profitti a periodi di extraprofitti attenua i rigori della concorrenza, e altrettanto avviene con la diversificazione del rischio attraverso l'investimento estero.

Un altro paradosso che si verifica in conseguenza dei cicli valutari è che i paesi che riescono a stare costantemente nella forbice del ciclo delle valute più importanti, lontani dalla frontiera della rivalutazione effettiva, finiscono per godere di uno spazio privilegiato nel commercio internazionale. Essi traggono vantaggio da una collocazione produttiva

⁵⁸ Questi aspetti sono stati colti nella letteratura con riferimento al rapporto tra prezzi relativi (di mercati diversi) e variabilità e scala dell'inflazione. Si veda soprattutto la *permanent transitory confusion* di CUKIERMAN (1982), (1984) cui abbiamo fatto cenno nel par. 4. Questa "confusione", ha effetti sull'offerta soprattutto in periodi di svalutazione, allorché la dispersione dei prezzi in uno stesso mercato internazionale generata dalla fluttuazione dei cambi dà luogo ad occasioni di profitto di cui è incerta la permanenza.

⁵⁹ Si veda soprattutto BLEJER-HILLMANN (1982). In verità, l'intera teoria dei comportamenti d'impresa in condizioni di incertezza da SANDMO (1971) in poi ha implicita una conclusione simile. Una sintesi è in GIOVANNETTI (1985).

⁶⁰ Si adatta bene alla schematizzazione del caso una tipologia di comportamento alla SPENCE (1977), SALOP (1979), DIXIT (1980), in cui i produttori del mercato tengono fuori i potenziali entranti mediante processi di sovrainvestimento.

che apparentemente è più debole, ma che gode, nei settori interessati, dell'uscita di concorrenti dal mercato.⁶¹ In più, i cicli dei cambi, con i connessi cicli dei prezzi relativi, spostano repentinamente il potere di acquisto da un'area all'altra, e richiedono una flessibilità dell'offerta che risponda a fonti giudicate non permanenti di profitto e domanda, che questo tipo di paesi può essere meglio attrezzato a generare.⁶²

8. Conclusioni

I movimenti del cambio determinano endogenamente ulteriori movimenti che non possono essere convergenti verso un valore unico e individuabile "di equilibrio", data l'entità delle reazioni che provocano e le difficoltà di orientamento che comportano per gli operatori. Il "tasso di cambio di equilibrio di lungo periodo", cui fa riferimento gran parte della teoria dominante è un azzardo, così come lo sono "il prezzo di equilibrio dei beni di lungo periodo" o il "saggio di interesse di equilibrio di lungo periodo." Il valore che il cambio assume in ogni momento è, entro certi limiti, convenzionale.

La successione di svalutazione-rivalutazione per ciascuna valuta chiave — che qui abbiamo chiamato ciclo valutario — può essere spiegata all'interno di un sistema di relazioni stilizzate, ma è difficilmente rappresentabile in forma parametrica e deterministica.

È impossibile analizzare il comportamento del cambio in modo avulso dalle dinamiche settoriali che quel comportamento produce. Quando oggetto di tale dinamica sono i paesi che emettono le valute chiave, le sollecitazioni settoriali che essi subiscono finiscono per interessare l'intero modo di funzionare del sistema monetario interna-

⁶¹ Il mantenersi nella forbice implica anche rivalutazione verso qualcuna delle valute chiave; rivalutazione che, per la sua moderazione e parzialità, è in grado di generare adeguate reazioni di offerta che trasformano i settori di partenza. Nell'ambito di queste idee di primo orientamento possiamo spiegarci la tenuta e la crescita di importanza qualitativa e quantitativa nella produzione mondiale di paesi come l'Italia, la Spagna, la Francia e altri similari.

⁶² È anomalo che lo yen sia rimasto spesso nella forbice. A differenza di Germania e USA, il Giappone è riuscito a tenere sotto maggior controllo la dinamica del cambio. La trasformazione produttiva del paese è in tal modo potuta avvenire con gradualità, evitando le drammatiche sollecitazioni del ciclo prolungato. Ma questa anomalia sembra ormai appartenere al passato, dopo la liberalizzazione (inevitabile ormai) del mercato valutario giapponese. È oggi il Giappone è posto in difficoltà proprio dalla sua specializzazione, che finisce per accreditare presso gli operatori lo yen come valuta suscettibile di rivalutazione.

zionale e per conferire ad esso un'influenza attiva nel processo di mutamento della specializzazione internazionale.

Una simulazione molto interessante, che purtroppo nessun esercizio econometrico può darci, riguarda ciò che sarebbe successo se il rapporto marco-dollaro fosse sostanzialmente rimasto negli ultimi quattordici anni nella media di valori intorno ai quali ha oscillato. La risposta è cruciale per capire quali inconvenienti abbia manifestato il sistema dei cambi fluttuanti.

SALVATORE BIASCO

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ANDERSEN, T.M., 1985, "Recent Developments in the Theory of Efficient Capital Markets", *Kredit und Kapital*, Nr. 3.
- ANDERSEN, T.M., 1984, "Some Implications of the Efficient Capital Market Hypothesis", *Journal of Post Keynesian Economics*, No. 2.
- ARTUS, J.R., 1976, "Exchange Rate Stability and Managed Floating: The Experience of the Federal Republic of Germany", *IMF Staff Papers*, July.
- ARTUS, J.R., YOUNG, J.H., 1979, "Fixed and Flexible Exchange Rates: A Renewal of the Debate", *IMF Staff Papers*, May.
- BIASCO, S., 1985, "Circuiti del dollaro e teorie degli scambi valutari", dattiloscritto.
- BIASCO, S., 1986, "Temi analitici su vincolo estero e struttura produttiva dell'Italia", in: AA.VV., *Oltre la crisi*, Il Mulino, Bologna.
- BLANCHARD, O.J., 1979, "Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations", *Economic Letters*, No. 3.
- BLEJER, M.I., HILLMAN, A.L., 1982, "A Proposition on Short-Run Departures from the Law-of-one-Price", *European Economic Review*, January.
- BOYER, R., 1985, "New Technologies and Employment in the Eighties", Cepremap, working paper.
- BRANSON, W.H., 1977, "Asset Markets and Relative Prices in Exchange Rate Determination", *Sozialwissenschaftliche Annalen des Instituts für Höhere Studien*, Nr. 1.
- BRANSON, W.H., 1985, "The Dynamic Interaction of Exchange Rates and Trade Flows", paper prepared for Conference on International Trade and Exchange Rates in the Late Eighties, Namur.
- BRAY, M., 1981, "Futures Trading, Rational Expectations, and the Efficient Market Hypothesis", *Econometrica*, May.
- BUITER, W.H., PURVIS, D.D., 1983, "Oil, Disinflation and Export Competitiveness: A Model of the Dutch Disease", in: *Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates*, edited by J. Bhandari and B. Putnam, M.I.T., Cambridge, Mass.
- CHAN-LEE, J.H., 1980, "A Review of Recent Work in the Area of Inflationary Expectations", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Nr. 1.
- CORDEN, W.M., 1984, "Booming Sector and Dutch Disease Economics: Survey and Consolidation", *Oxford Economic Papers*, No. 3.
- CORDEN, W.M., NEARY, J.P., 1982, "Booming Sector and De-industrialisation in a Small Open Economy", *Economic Journal*, December.

- CUKIERMAN, A., 1982, "Relative Price Variability, Inflation and the Allocative Efficiency of the Price System", *Journal of Monetary Economics*, No. 2.
- CUKIERMAN, A., 1984, *Inflation, Stagflation, the Phillips Curve and Relative Prices*, Macmillan, London.
- DIAMOND, D.W., VERRECCHIA, R.E., 1981, "Information Aggregation in a Noisy Rational Expectations Economy", *Journal of Financial Economics*, No. 2.
- DIXIT, A.D., 1980, "The Role of the Investment in Entry-Deterrence", *Economic Journal*, March.
- DOOLEY, M., ISARD, P., 1985, "The Appreciation of the Dollar: An Analysis of the Safe-Haven Phenomenon", International Monetary Fund, working paper.
- DORNBUSCH, R., 1976, "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, December.
- DORNBUSCH, R., 1982, "Equilibrium and Disequilibrium Exchange Rate", *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Nr. 6.
- DORNBUSCH, R., FISHER, S., 1980, "Exchange Rates and the Current Account", *American Economic Review*, December.
- EASTWOOD, R.K., VENABLES, A.J., 1982, "The Macroeconomic Implications of the Source Discovery in a Open Economy", *Economic Journal*, June.
- ENDERS, K., 1984, "The Dutch Disease or Problems of a Sectoral Boom", *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Nr. 1.
- ENDERS, K., HERBERG, H., 1983, "The Dutch Disease: Causes, Consequences, Cure and Calmatives", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Nr. 3.
- FRANKEL, J.A., 1985, "Six Possible Meanings of 'Overvaluation': The 1981-85 Dollar", *Essays in International Finance*, Princeton, No. 159.
- FOSTER, J., 1979, "Interest Rates and Inflation Expectations: the British Experience", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, May.
- FUTIA, C.A., 1981, "Rational Expectations in Stationary Linear Models", *Econometrica*, January.
- GIOVANNETTI, G., 1985, "Fluttuazione dei cambi e decisioni di impresa. Alcune considerazioni critiche sulla legge del prezzo unico", dattiloscritto.
- GOWDY, J.M., 1985, "Rational Expectations and Predictability", *Journal of Post Keynesian Economics*, No. 2.
- HACCHE, G., TONWSEND, J., 1983, "Exchange Rates and Monetary Policy: Modelling Sterling's Effective Exchange Rate, 1972-80", *Oxford Economic Papers*, July.
- HEINER, R.A., 1983, "The Origin of Predictable Behavior", *American Economic Review*, September.
- HEINER, R.A., 1985, "Rational Expectations when Agents Imperfectly Use Information", *Journal of Post Keynesian Economics*, No. 2.
- HELLWIG, M.F., 1980, "On the Aggregation of Information in Competitive Markets", *Journal of Economic Theory*, December.
- HICKS, J.R., 1946, *Value and Capital*, 2nd ed., Mcmillan, London.
- HIRSHLEIFER, J., 1975, "Speculation and Equilibrium: Information, Risks and Markets", *Quarterly Journal of Economics*, November.
- HIRSHLEIFER, J., 1977, "The Theory of Speculation under Alternative Regimes of Markets", *The Journal of Finance*, September.
- ISARD, D.P., 1978, "The Exchange Rate Determination: A Survey of Popular Views and Recent Studies", *Studies in International Finance*, Princeton, No. 42.
- KEYNES, J.M., 1921, *Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London.
- KEYNES, J.M., 1929a, "The German Transfer Problem", *Economic Journal*, March.
- KEYNES, J.M., 1929b, "The Reparation Problem: A Rejoinder", *Economic Journal*, June.

- KOURI, P.J.K., 1976, "The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and the Long Run: A Monetary Approach", *Scandinavian Journal of Economics*, No. 2.
- KRUEGER, A.O., 1983, *Exchange Rate Determination*, Cambridge University Press, Cambridge, Mass.
- LEVIN, J.H., 1983, "The J-Curve, Rational Expectations, and the Stability of the Flexible Exchange Rate System", *Journal of International Economics*, November.
- McKINNON, R.I., 1979, *Money in International Exchange*, Oxford University Press, Oxford.
- MEESE, R.A., ROGOFF, K.S., 1983a, "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Are any Fit to Survive?", *Journal of International Economics*, No. 1.
- MEESE, R.A., ROGOFF, K.S., 1983b, "The Out-of-Sample Failure of Empirical Exchange Rate Models: Sampling Error or Misspecification?", in: *Exchange Rates and International Macroeconomics*, edited by J.A. Frenkel, NBER.
- NEARY, P.J., PURVIS, D.D., 1983, "Real Adjustment and Exchange Rate Dynamics", in: *Exchange Rates and International Macroeconomics*, edited by J.A. Frenkel, NBER.
- NURKSE, R., 1944, "International Currency Experience", League of Nations.
- OKINA, K., "Empirical Tests of 'Bubbles' in the Foreign Exchange Market", *BoJ Monetary and Economic Studies*, No. 1.
- SALOP, S.C., 1979, "Strategic Entry Deterrence", *American Economic Review*, June.
- SANDMO, A., 1971, "On the Theory of the Competitive Firm Under Price Uncertainty", *American Economic Review*, March.
- SHAFER, J.R., LOOPESKO, B.E., 1983, "Floating Exchange Rates after Ten Years", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- SPENCE, M., 1977, "Entry, Investment and Oligopolistic Pricing", *Bell Journal of Economics*.
- TIROLE, I., 1980, "Speculation and Rational Bubbles", working paper, Department of Applied Economics, Cambridge.
- TOBIN, J., 1982, "The State of Exchange Rate Theory, Some Skeptical Observations", in: *The International Monetary System under Flexible Exchange Rates*, edited by Cooper R.N. and others, Harvard University Press.
- TURNOVSKY, S.J., 1983, "Expanding Exports and the Structure of the Domestic Economy: a Monetary Analysis", *The Economic Record*, September.
- VAN WIJNBERGEN, S., 1984a, "The 'Dutch Disease': A Disease After All?", *Economic Journal*, March.
- VAN WIJNBERGEN, S., 1984b, "Inflation, Employment and the Dutch Disease in Oil Exporting Countries: A Short Run Disequilibrium Analysis", *Quarterly Journal of Economics*, May.
- VISCO, I., 1984, *Price Expectations in Rising Inflation*, North Holland, Amsterdam.
- WILLIAMSON, J., 1973, "Another Case of Profitable Destabilizing Speculation", *Journal of International Economics*, February.
- WITTE, W.E., 1978, "Another Case of Profitable Destabilizing Speculation": A Comment", *Journal of International Economics*, May.