

## Commento di Rudiger Dornbusch

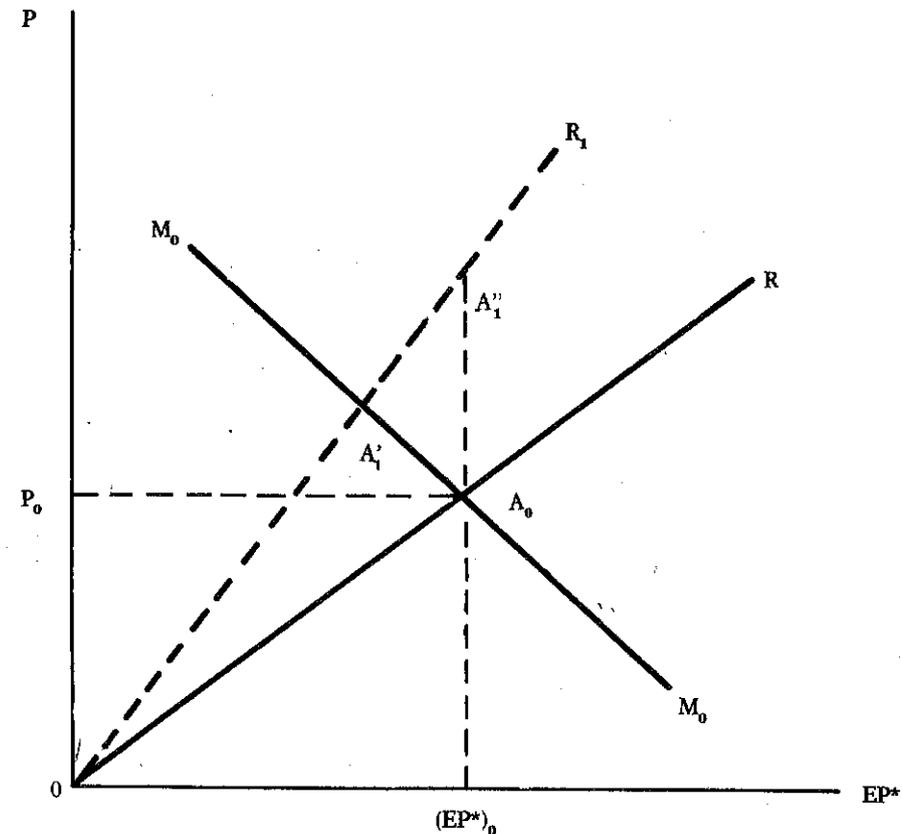
L'articolo di Artis è una sfida, da diversi punti di vista, all'opinione che prescrizioni monetarie e obiettivi monetari sono strumenti particolarmente adatti ai fini della stabilizzazione macroeconomica. Concentrerò le mie osservazioni su tre punti. Intendo precisare meglio alcune delle conclusioni del modello statico, poi mettere in luce certi insegnamenti relativi al problema della transizione, e infine offrire una prospettiva abbastanza diversa sulla scelta tra prescrizioni monetarie e prescrizioni di cambio, quando si prende in considerazione un orizzonte temporale più ampio.

1. *Il modello statico.* Basandosi su un lavoro in comune con D. A. Currie, Artis svolge un'analisi degli effetti sui prezzi e sulla produzione causati da squilibri nel mercato interno e estero dei beni e dei titoli. Ci si pone la seguente domanda: sono gli obiettivi di cambio o gli obiettivi monetari che, nella situazione determinata da questi squilibri, producono una maggiore stabilità dei prezzi? Di fronte a una certa ambiguità nelle risposte, Artis trae la conclusione che, tutto sommato, un obiettivo di tasso di cambio può benissimo essere la scelta preferibile di politica economica.

I punti più importanti sono rapidamente riassunti con l'aiuto della Figura 1. Sugli assi mettiamo i prezzi in valuta interna delle importazioni e dei beni di produzione interna. Con un tasso reale d'interesse dato dalla perfetta mobilità dei capitali, c'è un unico prezzo relativo, rappresentato dal raggio OR, che determina l'equilibrio sul mercato dei beni. Data un'offerta nominale di moneta, c'è un'unica combinazione dei due prezzi che consente l'equilibrio nel mercato monetario, rappresentata dalla curva MoMo. La curva è negativamente inclinata per riflettere il fatto che un aumento dei prezzi interni, riducendo le scorte monetarie in termini reali e aumentando la produzione in termini reali e quindi la domanda di moneta, deve essere controbilanciato da un apprezzamento del cambio per far aumentare le scorte monetarie reali e ridurre la domanda di moneta in termini reali. Quando tutte le perturbazioni sono nulle, l'economia sarà in equilibrio di pieno impiego in  $A_0$ .<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Utilizzando un semplice esempio semilogaritmico la funzione di equilibrio del mercato dei beni, rappresentata dalla OR nella Figura 1, è:

FIGURA 1



$$(1) \quad a(p-w) = b(e+p^*-p) - ci^* + u$$

dove  $w$  e  $p$  sono il salario monetario e il prezzo del prodotto interno,  $p^*$  ed  $e$  sono il livello dei prezzi esteri e il prezzo interno della valuta estera, mentre  $i^*$  è il tasso d'interesse mondiale dato esogenamente. Il termine  $u$  rappresenta i disturbi. Dati i tassi di interesse, la domanda ( $u$ ) e il salario monetario, la curva OR, con inclinazione  $b/(a+b)$ , rappresenta l'equilibrio sul mercato dei beni.

L'equilibrio sul mercato monetario richiede che:

$$(2) \quad m - \theta p - (1 - \theta)(e+p^*) = -di^* + k a (p-w) + v$$

dove abbiamo già sostituito la funzione di offerta  $y = a(p-w)$  al prodotto  $y$ . Dati il salario monetario, l'offerta nominale di moneta ( $m$ ) e il termine rappresentante i disturbi ( $v$ ), la curva MoMo raffigura l'equilibrio monetario. L'inclinazione è  $-(1-\theta)/(\theta + ak)$ .

Il modello può essere chiuso con un'assunzione sull'offerta di piena occupazione

$$(3) \quad y = a(p-w) = \bar{y}$$

dove  $\bar{y}$  è il livello del prodotto corrispondente alla piena occupazione.

Un primo punto importante sollevato da Artis riguarda i "casi semplici". Se tutte le perturbazioni sono puramente monetarie, allora bisogna realizzare un aggiustamento monetario completo, il che significa stabilità dei prezzi delle importazioni mediante tassi di cambio fissi. Se tutte le perturbazioni riguardano i prezzi esteri, anche in questo caso bisogna che i prezzi delle importazioni rimangano fissi, il che ora significa avere un tasso di cambio perfettamente flessibile e una quantità di moneta fissa in termini nominali, che ci consentano di restare in  $A_0$ . All'infuori di questi due casi le cose non sono tanto semplici, come si vede quando uno squilibrio nella domanda interna fa aumentare il prezzo relativo di equilibrio dei beni di produzione interna, spostando in questo modo OR in  $OR_1$ . Con una quantità fissa di moneta resteremmo in  $A'_1$  dove l'apprezzamento del cambio ha contribuito a spiazzare parte dell'aumento di domanda e quindi parte dell'inflazione interna. La produzione però è salita al di sopra del suo livello normale a causa dell'aumento dei prezzi relativamente ai salari e a causa della rivalutazione in termini reali. Nel punto  $A''_1$ , invece, è il tasso di cambio ad essere fissato mentre si permette alla quantità di moneta di assecondare il maggior incremento dei prezzi. In  $A''_1$  il salario reale in termini di beni di produzione interna è diminuito in misura maggiore che in  $A'_1$ , ma è rimasto costante in termini di beni di importazione; la produzione varia ancora, forse meno che in  $A'_1$ , anche se questo dipenderà dai parametri che caratterizzano il mercato di tutti i beni. È evidente che senza sapere nulla sul valore degli altri parametri la scelta tra fissare i tassi di cambio e fissare la quantità di moneta non è ovvia. Anche senza fare nessuna supposizione sulla politica da preferire, l'analisi di Artis lascia aperte diverse questioni importanti. Restringere l'obiettivo della politica economica alla stabilità dei prezzi o forse alla stabilità della produzione e dei prezzi lascia fuori altre variabili importanti. In particolare, vorrei notare le implicazioni delle politiche alternative relativamente ai salari reali e al tasso di cambio reale, implicazioni già viste nella Figura 1. Se una politica spostata (forse inavvertitamente) la maggior parte della variazione sul salario reale, la giudicheremmo mal congegnata e di vita breve. Lo stesso si può dire dell'uso del tasso di cambio reale come strumento per raffreddare la pressione sui prezzi, un punto su cui tornerò più avanti.

Al livello formale del modello, l'analisi di Artis suscita qualche altro commento. Una prima osservazione importante riguarda il problema della covarianza delle perturbazioni. Una tipica perturbazione di origine esterna, realisticamente, è uno squilibrio ciclico o una combinazione di variazioni nei prezzi, nella domanda reale e nei saggi reali di interesse. Troverei molto più appropriato porsi la domanda: quale è la politica che meglio isola l'economia dagli effetti di questa combinazione? La risposta, naturalmente, dipende in una certa misura dalla relativa stabilità delle variabili monetarie e fiscali estere. Si dovrebbe notare in questo contesto che il modello di Artis trascura aspetti fiscali. L'omissione non è di poco conto perché la struttura fiscale, anche

escludendo politiche "attivistiche", può essere attrezzata per fornire stabilizzatori automatici che sono più o meno costruiti per una economia aperta. Lo stesso si può dire relativamente all'indicizzazione dei salari, come politica esplicita di stabilizzazione. Un'osservazione finale di carattere teorico riguarda l'omissione di due punti. In primo luogo, penso che l'offerta relativa di titoli (o intervento sterilizzato) sia accantonata troppo alla svelta con l'ipotesi di perfetta mobilità di capitali. L'altra osservazione riguarda il ruolo degli effetti indotti dal tasso di cambio sulla valutazione delle grandezze. Supponiamo che vi sia un aumento dei prezzi esteri e che si reagisca all'aumento con una rivalutazione. C'è un effetto sulla valuta interna e sul valore reale dei nostri debiti sull'estero, un effetto sulla ricchezza, sul reddito speso e sulle partite correnti che forse è altrettanto importante del ruolo svolto dal tasso di cambio dal lato dell'offerta.

## 2. Politica monetaria e politica di cambio per la riduzione dell'inflazione.

L'articolo di Artis individua alcune importanti questioni relative ai tassi di cambio e alla moneta nel processo di stabilizzazione dell'inflazione. In un precedente lavoro (Dornbusch 1980b) ho richiamato l'attenzione soprattutto su due problemi: il *problema della velocità* e il *problema della rivalutazione in termini reali*. In poche parole si tratta di questo: la transizione a un livello più basso di inflazione riduce i tassi nominali di interesse e perciò fa aumentare la domanda di scorte monetarie reali. Pertanto nel corso della transizione la quantità nominale di moneta deve in media crescere più rapidamente dei prezzi. Questa esigenza, naturalmente, è in forte contrasto con l'idea monetarista che attribuisce la riduzione dell'inflazione alla riduzione della crescita monetaria al di sotto del tasso di inflazione prevalente.

Il problema della rivalutazione in termini reali nasce quando si manipola il sentiero della svalutazione per aiutare il processo di riduzione dell'inflazione interna. Questo può accadere esplicitamente usando un obiettivo monetario che fissa il sentiero del cambio indipendentemente dall'inflazione interna, oppure può nascere semplicemente perché il tasso di cambio è lasciato fluttuare se c'è un aumento nel tasso reale interno di interesse, come succederebbe in una stretta monetaria.

Quello che abbiamo appreso sul gradualismo dei programmi di stabilizzazione dall'esperienza dell'America Latina (specialmente Cile e Argentina), è che l'inflazione scende in modo molto lento (in anni) con una ferma stabilizzazione della politica monetaria e fiscale. Nel processo di aggiustamento compare una imponente sopravvalutazione del cambio che, una volta andate in rosso le partite correnti ed esauritasi la fiducia, può imporre la necessità di un'ampia svalutazione per ristabilire la competitività: donde un riemergere dell'instabilità inflazionistica.

Molto migliore è l'evidenza empirica addotta da Thomas Sargent che ha studiato la stabilizzazione delle iperinflazioni in Europa dopo la prima guerra

mondiale. Un orientamento verso tassi di cambio completamente fissi, stabilizzazione fiscale e massiccia creazione di moneta mediante la monetizzazione di afflussi di capitale, sono stati in ciascun caso seguiti da una immediata scomparsa dell'inflazione. La rilevanza di questa esperienza è però incerta per paesi con tassi di inflazione più modesti. I problemi di vincoli contrattuali che rendono l'inflazione vischiosa nei paesi industrializzati possono far sì che sia impossibile passare a cambi fissi senza un qualche programma di controllo del meccanismo prezzi-salari.

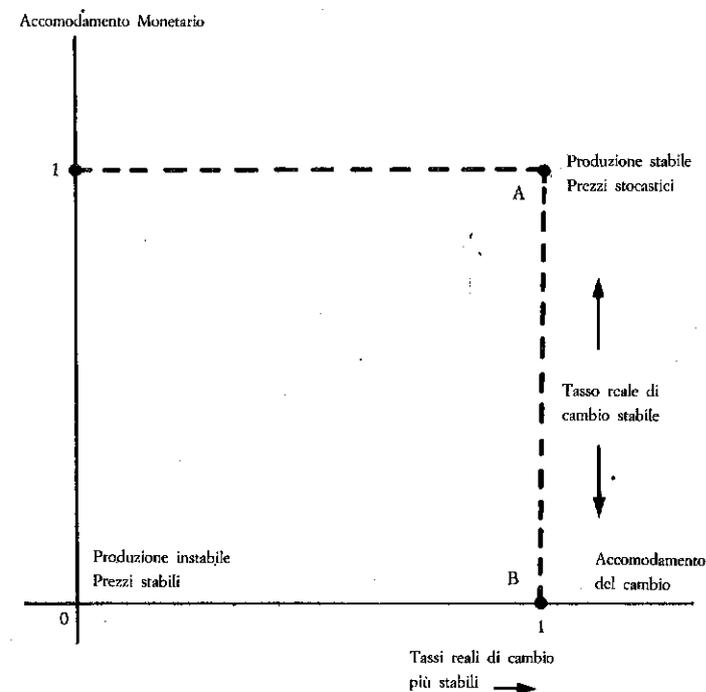
3. *Stabilità e politica accomodante.* C'è un terzo punto di vista per valutare le politiche fondate su obiettivi monetari e di tasso di cambio, suggerito dai moderni modelli d'inflazione costruiti intorno all'idea di contratti salariali a lungo termine che si sovrappongono (Taylor 1979). In questi modelli le deviazioni inflazionistiche dal *trend* nascono dall'interazione di salari relativi vischiosi con politiche monetarie accomodanti. Tanto più asseccante è l'offerta di moneta, tanto più ostinata sarà l'inflazione e stabile la produzione. Viceversa, tanto più rigoroso è il controllo monetario e tanto meno la moneta risponde a perturbazioni nei prezzi, tanto più raffrenata è l'inflazione e instabile la produzione.

È facile introdurre una politica di cambio in questi modelli.<sup>2</sup> Una politica di cambio accomodante, di fronte a perturbazioni nei prezzi-salari, tende a stabilizzare i tassi di cambio reali e quindi a stabilizzare la produzione. Naturalmente ciò accade al costo di una accresciuta persistenza e instabilità dell'inflazione. I tassi di cambio hanno però anche un altro ruolo. Una politica di cambio più accomodante influenza anche il lato dell'offerta, tendendo ad amplificare l'effetto sui prezzi e sulle scorte monetarie reali provocato da perturbazioni salariali. Questo secondo meccanismo può ben voler dire che una politica di cambio più accomodante o tassi di cambio fissi in termini reali accrescono l'instabilità dell'inflazione e della produzione.

Si può pensare il modello come un modello di governo della moneta e del cambio in cui le autorità centrali hanno scelto — e si sa che hanno scelto — un insieme di coefficienti di reazione per la moneta e il tasso di cambio. L'elasticità della moneta e del cambio rispetto ai prezzi interni è considerata come misura dell'indicizzazione o dell'orientamento asseccante. Il modello fa vedere che la completa indicizzazione sia della moneta sia del cambio, nel punto A della Figura 2, implica che la produzione sia completamente stabile ma anche che i prezzi siano stocastici. Siamo in una economia interamente priva di punti di riferimento. Viceversa, nel punto O, l'economia presenta un grado minimo di variabilità dei prezzi, ma la produzione è molto instabile. Infine i tassi reali di

<sup>2</sup> Cfr. DORNBUSCH (1980a, 1981).

FIGURA 2



cambio sono stabili quando l'asseccamento del cambio è completo, ma la produzione in B potrebbe essere molto instabile.

Non c'è una regola semplice per scegliere il da farsi. In parte è una questione di preferenza tra stabilità della produzione e stabilità dei prezzi. In parte è una questione di vincoli imposti dalla struttura e dal processo interamente endogeno di formazione dei salari. Tenuto però conto del ruolo del tasso di cambio sull'offerta, può essere vero che, se la stabilità dei prezzi è l'obiettivo, l'asseccamento monetario deve essere alto relativamente all'asseccamento del cambio.

Il problema affrontato da Artis è un problema molto aperto, non soltanto perché le risposte all'interno di un dato schema o modello non sono univoche, ma anche, cosa per me più importante, perché non è univoco il modo in cui va esaminato. A conti fatti, però, si può decisamente concludere che una "regola monetaria" difficilmente è la politica economica appropriata. Tra gli estremi c'è sempre una via di mezzo.

## BIBLIOGRAFIA

- DORNBUSCH, R. (1980a) *Open Economy Macroeconomics*, Basic Books, New York.
- DORNBUSCH, R. (1980b) "Inflation Stabilization and Capital Mobility", NBER Working Paper.
- DORNBUSCH, R. (1981) "PPP Exchange Rate Rules and Macroeconomic Stability", di prossima pubblicazione, *Journal of Political Economy*, Aprile 1982.
- SARGENT, T. (1980) "The Ends of Four Big Inflations", NBER, ciclostilato.
- TAYLOR, J. (1979) "Staggered Wage Setting in a Macro Model", *American Economic Review*, Maggio.