

La regola monetarista per la politica economica: una critica *

Si è fatto molto rumore intorno alle politiche economiche monetariste, sostenute vigorosamente da molti economisti all'interno sia del mondo accademico sia di istituzioni pubbliche o private. Governi dei paesi occidentali, alle prese con i gravi problemi creati dall'inflazione dell'ultimo decennio, le hanno ampiamente adottate, mentre le politiche keynesiane di controllo della domanda sono cadute in disgrazia, screditate dalla loro associazione con la crescente marea inflazionistica. Tuttavia, se si usa lo stesso metro di giudizio, le politiche monetariste non hanno avuto migliore successo: l'inflazione nei paesi occidentali è ancora alta, nonostante la prolungata adozione di misure restrittive che hanno portato la disoccupazione a livelli prima sconosciuti in questo dopoguerra. I monetaristi, come già avevano fatto i keynesiani, possono difendersi sostenendo che le condizioni ambientali in cui la loro politica deve operare sono diventate più sfavorevoli, così che un confronto puro e semplice è privo di valore, e affermando che senza le politiche monetariste l'inflazione sarebbe stata molto più alta e la disoccupazione non sarebbe stata minore. Ma non sono disponibili prove adeguate a sostegno di questa linea di difesa, e probabilmente una buona giuria emetterebbe un verdetto di condanna, se si riesce a sostenere l'accusa in modo plausibile.

È curioso che questo processo alle politiche monetariste sia iniziato pressoché contemporaneamente al diffondersi della loro adozione. Per i critici del monetarismo ci può essere la tentazione di dire: "ve l'avevamo detto". Tuttavia, ad una meditata riflessione, appare chiaro che noi critici ci dobbiamo assumere una parte di responsabilità dell'insuccesso. Certamente, infatti, non siamo riusciti a farci sentire con sufficiente chiarezza, ma soprattutto, cosa ancor più importante, non

* Sono grato a Michael Artis, Alan Coddington, Charles Goodhart, Maurice Peston e David Vines per i loro preziosi commenti su una prima versione del presente articolo. La responsabilità per gli errori e le confusioni che restano è interamente mia.

abbiamo preso abbastanza sul serio i progressi che la teoria macroeconomica andava realizzando negli anni settanta, lasciando così che fossero altri a dettar legge. Inoltre, le politiche alternative non sono state espone in modo sufficientemente dettagliato da convincere i responsabili della politica economica della loro fattibilità e della loro efficacia nell'affrontare i problemi urgenti e gravi del momento. Ora, mentre l'edificio del monetarismo si sbriciola davanti ai risultati della sua applicazione nel Regno Unito, il nostro compito è quello di formulare le alternative in maniera chiara e realistica.

In questo articolo ci occuperemo delle idee monetariste sul controllo della domanda e più specificatamente di quella che è nota come la regola monetarista per la politica economica. Secondo questa regola, associata a Friedman che l'ha divulgata e sostenuta con coerenza nel corso degli anni, il tasso di crescita dell'offerta di moneta dovrebbe essere mantenuto costante, indipendentemente dagli sviluppi economici. È dunque una politica *open-loop* del tipo più semplice. Esamineremo l'evoluzione del dibattito su questa regola a partire dagli scritti dello stesso Friedman fino al mutamento di idee costituito dalla letteratura sulle aspettative razionali. E sosteneremo decisamente che le argomentazioni teoriche a favore di politiche monetarie *open-loop* sono deboli, e che la debolezza, che questo tipo di politiche ha rivelato al momento dell'applicazione pratica, era già stata in gran parte anticipata dalla letteratura teorica.

* * *

Il primo importante articolo di Friedman sulla struttura della politica macroeconomica (Friedman, 1948) non contemplava l'adozione della regola monetarista. La tesi di Friedman era che i parametri fiscali dovrebbero essere fissati con riferimento al lungo periodo, in modo che (in un'economia chiusa) il disavanzo pubblico segua la tendenza di fondo e si mantenga in media uguale al risparmio netto di piena occupazione del settore privato. L'azione di stabilizzatori fiscali automatici era ammessa in caso di fluttuazioni della domanda e della produzione, ma la politica fiscale discrezionale era completamente bandita. Avanzi o disavanzi del settore pubblico dovevano essere finanziati interamente con creazione di moneta (essendo stato rimborsato il debito pubblico), e l'offerta di moneta doveva variare soltanto automaticamente come conseguenza del bilancio pubblico. Per assicurare quest'ultima condizione, Friedman proponeva obblighi di riserva del 100% per i depositi bancari.

L'idea era che le fluttuazioni della domanda aggregata sarebbero state inizialmente smorzate dall'azione degli stabilizzatori automatici, e poi con il tempo sarebbero state eliminate dalle variazioni dell'offerta di moneta indotte dal bilancio pubblico. Lo scopo di questo schema era quello di eliminare l'elemento discrezionale delle politiche macroeconomiche — caratteristica presente anche negli scritti successivi di Friedman.

Questo schema si prestava a molte obiezioni. L'ipotesi di obblighi di riserva del 100% e del consolidamento del debito pubblico lo rendevano irrealistico da un punto di vista sia amministrativo che politico. Il ruolo e l'importanza delle istituzioni finanziarie diverse dalle banche e lo spazio potenziale per la disintermediazione non venivano presi in considerazione. Lo stesso Friedman osservava che le forze di stabilizzazione automatica contemplate dal suo schema possono essere troppo deboli per stabilizzare l'economia in presenza di tendenze cicliche abbastanza radicate, così da rendere necessarie misure addizionali di carattere discrezionale. (Questa preoccupazione essenzialmente di tipo keynesiano non compare più negli scritti successivi di Friedman, forse perché il lungo periodo di *boom* aveva portato ad una maggiore fiducia nella stabilità dell'economia.) Una preoccupazione più caratteristica riguardava la mancanza, in questo schema, di controlli adeguati su irresponsabili misure fiscali (e quindi necessariamente monetarie) delle autorità centrali. Forse questa può essere una delle ragioni principali per cui Friedman è passato a sostenere la regola monetarista, che impone un vincolo più rigoroso all'azione governativa.

L'articolo di Friedman del 1953 sulle politiche di stabilizzazione forniva un altro argomento a favore della regola monetarista. Lunghi ritardi nelle reazioni a variazioni degli strumenti della politica economica e possibilità di incertezza sull'entità di tali reazioni erano visti come una delle obiezioni principali nei confronti di politiche "attivistiche" di stabilizzazione, le quali, nonostante le buone intenzioni, possono manifestare i propri effetti nel momento sbagliato ed essere quindi destabilizzanti. È un argomento che vale anche per gli automatismi proposti da Friedman nel 1948, poiché anche gli effetti, sulla domanda aggregata, delle variazioni indotte nell'offerta di moneta possono manifestarsi con un ritardo tale da accrescere l'instabilità complessiva.

Questa tesi può essere criticata dal punto di vista dell'analisi di Brainard (1967). L'incertezza sugli effetti di variazioni degli strumenti di politica economica esige certamente cautela nel loro uso, ma suggerisce anche la necessità di utilizzare tutti gli strumenti disponibili per minimizzare il rischio complessivo di mutamenti di politica economica.

Soltanto se c'è un'incertezza estrema sugli effetti della politica monetaria, il suo uso discrezionale dovrebbe essere evitato. Ma allora la base stessa del monetarismo è piuttosto incerta! Molto può dipendere dalla periodicità degli *shocks* esogeni che la politica economica cerca di affrontare: forse, come suggerisce Friedman, è impossibile far fronte a perturbazioni molto frequenti e di breve durata, ma si possono combattere efficacemente perturbazioni poco frequenti e di più lunga durata. L'articolo del 1953 può escludere il *fine-tuning*, ma lascia relativamente intatta la validità delle politiche discrezionali di larga approssimazione (*coarse-tuning*).

Il classico articolo di Poole del 1970 sulla scelta degli obiettivi monetari intermedi è stato spesso interpretato come un intervento a sostegno della regola monetarista. Secondo Poole, mentre una regola di politica economica basata sul tasso d'interesse sarà migliore ai fini della stabilizzazione della produzione in caso di perturbazioni nella domanda di moneta, una regola basata sull'offerta di moneta sarà migliore in caso di perturbazioni nella domanda aggregata. (È ovvio che, in generale, una combinazione delle due politiche sarà più efficace.) Questa tesi, unita ai dati empirici sulla domanda di moneta raccolti negli ultimi anni sessanta e che erano considerati come una conferma della stabilità della domanda di moneta, fu vista da molti come un argomento a favore di una regola di politica economica basata sul controllo dell'offerta di moneta. Tale interpretazione era però ingiustificata, dato che le rilevazioni empiriche non stabilivano affatto che la funzione della domanda di moneta fosse più stabile delle funzioni di spesa. (Gli eventi che si sono successivamente verificati nel Regno Unito e negli Stati Uniti dovevano diminuire la fiducia nell'affidabilità di queste stime, per quanto riguarda sia la domanda di moneta sia le funzioni di spesa.) Piuttosto, l'interpretazione corretta è che l'analisi di Poole sottolinea ulteriormente la necessità di reagire a squilibri con una combinazione equilibrata di strumenti.

Ciò che resta oscuro è la posizione che dovrebbe tenere la politica fiscale a fianco della regola monetarista. Una prima possibilità è che alla regola monetarista se ne accompagni un'altra per il fabbisogno finanziario del settore pubblico (PSBR), secondo la quale tale fabbisogno viene mantenuto su un sentiero prefissato anche in presenza di *shocks* esogeni. (Questo è stato apparentemente l'obiettivo del governo inglese negli ultimi anni.) Ciò implica che siano attivamente neutralizzati gli stabilizzatori fiscali automatici. Una caduta della domanda aggregata, che diminuisce le entrate tributarie e aumenta la spesa per trasferimenti, richiederà un aumento delle aliquote fiscali o un taglio della spesa

pubblica per mantenere entro i limiti prefissati il fabbisogno finanziario del settore pubblico; queste variazioni accentueranno la diminuzione della domanda. Non sorprende che i risultati di una politica fiscale prociclica di questo tipo siano sconcertanti, come abbiamo visto recentemente nel Regno Unito.

L'alternativa è di lasciare via libera agli stabilizzatori automatici. In tal caso, di fronte a fluttuazioni della domanda aggregata, il bilancio pubblico avrà delle fluttuazioni che, per rispettare la regola monetarista, dovranno essere finanziate da variazioni del debito pubblico non monetario. È plausibile che queste fluttuazioni non siano senza conseguenze? Se ne hanno, perché non porre obiettivi anche per l'offerta di titoli, analoghi o alternativi agli obiettivi per l'offerta di moneta? Perché non ammettere "titolisti" come ci sono "monetaristi"?

Una risposta può essere che lo *stock* esistente di titoli del debito pubblico non monetario non ha importanza, risposta che a volte viene data facendo appello all'ipotesi di ultrarazionalità, secondo la quale i titoli del debito pubblico non costituiscono ricchezza netta per il settore privato che prevederebbe esattamente il futuro prelievo fiscale associato al pagamento degli interessi sul debito addizionale (cfr. per esempio, Barro (1974)). Contro tale ipotesi le obiezioni teoriche possibili sono molte; sul tema c'è un dibattito ricco di sottili argomentazioni. (Per un utile riassunto del dibattito, cfr. Tobin (1980)). Ma questo non ci deve essere di ostacolo: la condizione che i titoli del debito pubblico costituiscano ricchezza netta è sufficiente per affermare l'esistenza di effetti provocati da variazioni dello *stock* esistente di titoli, ma non è condizione necessaria. Considerazioni sull'equilibrio di portafoglio del settore privato sembrano indicare che il settore privato non vorrà allocare a titoli del debito pubblico l'intero incremento di ricchezza finanziaria associato a un deficit fiscale, a meno che non gli si offra un incentivo sotto forma di rendimenti più alti. Possiamo vedere la cosa in termini di un aumento dello *stock* di titoli che aumenta la domanda di moneta. Per mantenere costanti i tassi d'interesse, le autorità centrali devono finanziare ogni disavanzo pubblico in modo tale da assecondare le preferenze di portafoglio del settore privato, accrescendo quindi sia l'offerta di moneta sia lo *stock* esistente di titoli. Un numero sempre maggiore di osservazioni empiriche indica che questo "effetto saldi di portafoglio" è riscontrabile almeno nel Regno Unito.

Prolungati deficit fiscali non accompagnati da un'adeguata espansione monetaria eserciteranno, come conseguenza immediata, una notevole pressione al rialzo sui tassi d'interesse; e possono anche de-

terminare una caduta instabile della produzione (soprattutto in un'economia aperta dove tassi d'interesse crescenti uniti a una domanda aggregata in diminuzione possono determinare un apprezzamento del cambio, con conseguente perdita di competitività e diminuzione delle esportazioni nette). Può darsi che ciò suoni molto simile all'effetto di spiazzamento cui fanno riferimento i monetaristi; ma si tratta di un'impressione che può essere modificata da due ulteriori osservazioni. Innanzitutto, il grado di spiazzamento è, in linea teorica, di dimensioni indefinite e non semplicemente uno-a-uno, così che disavanzi del settore pubblico finanziati con il ricorso all'indebitamento hanno effetti potenziali di vaste proporzioni. Se Friedman è corretto nell'affermare che effetti di questo tipo in pratica non si sono manifestati, ciò va attribuito soprattutto al buon senso dei responsabili della politica economica che non hanno unito al disavanzo pubblico politiche monetarie non accomodanti.

In secondo luogo, quei monetaristi che cercano di combinare stabilizzatori automatici e regola monetarista di controllo dell'offerta di moneta dovrebbero trovarsi in difficoltà sul terreno analitico. Non è difficile dimostrare che una simile combinazione renderà estremamente variabili i tassi d'interesse e il livello della produzione in presenza di ripetute, temporanee fluttuazioni nella domanda aggregata. Questa possibilità aumenta se la moneta svolge un ruolo di ammortizzatore, con il settore privato che desidera detenere in forma monetaria una parte considerevole di ogni aumento temporaneo di ricchezza, rivolgendosi poi ad altre attività se l'aumento di ricchezza è duraturo. Ne deriva infatti che l'impatto esercitato da aumenti di ricchezza di breve periodo sulla domanda di moneta (e quindi sui tassi di interesse, se ci si attiene alla regola monetarista) è corrispondentemente maggiore. Che così avvenga è, di nuovo, provato da rilevazioni relative al Regno Unito.

Il riconoscimento delle interazioni tra la politica fiscale e quella monetaria mette in dubbio anche la validità della tesi di Poole, secondo la quale una regola di politica economica basata sul controllo dell'offerta di moneta è più efficace per affrontare le fluttuazioni della domanda aggregata. Prendendo in considerazione un caso particolare, esaminiamo le implicazioni del caso "monetarista" di una domanda di moneta rigida rispetto al tasso d'interesse e dipendente soltanto dal reddito e dall'ammontare di ricchezza finanziaria detenuta dal settore privato. Supponiamo che il settore privato decida di aumentare la propria quota di risparmio, forse perché prevede un aumento della disoccupazione e vuol premunirsi per tempi difficili. La domanda diminuisce, ma inizial-

mente la diminuzione è attutita dall'azione degli stabilizzatori fiscali automatici. C'è spazio anche per qualche misura discrezionale di politica fiscale, che controbilanci la diminuzione della domanda pur continuando a mantenere l'offerta di moneta lungo il sentiero prefissato, dato che il declino della produzione fa diminuire la domanda di moneta. Ma nel medio periodo l'aumento di ricchezza del settore privato determinerà una pressione verso l'alto sulla domanda di moneta, costringendo a tagli progressivi nel fabbisogno finanziario del settore pubblico per non discostarsi dagli obiettivi monetari. Alla fine tale fabbisogno dovrà essere riportato al livello precedente, e a questo punto gli stabilizzatori fiscali saranno stati completamente neutralizzati. Il risultato finale è una selvaggia politica deflazionistica che conferma a oltranza le aspettative iniziali che avevano messo in moto l'intero processo. Il risultato di Poole è completamente capovolto: il controllo rigido dell'offerta di moneta non riesce affatto a stabilizzare il sistema quando si verificano perturbazioni non temporanee nella domanda aggregata.¹

Molti di noi hanno pensato che questi problemi, che nascono per le politiche monetariste da effetti ricchezza sulla domanda di moneta, possono perdere d'importanza se gli obiettivi monetari sono definiti rispetto ad una categoria di moneta molto ristretta, del tipo M1, come avviene in Canada, dato che la domanda di depositi di conto corrente è probabilmente determinata soprattutto da motivi transattivi e non da considerazioni di portafoglio. Ma gli studi empirici più recenti hanno gettato dubbi su questo punto, almeno per quanto riguarda il Regno Unito. In ogni caso, il controllo di M1, ammesso che possa essere realizzato, non può avere molto senso, data la facilità di economizzare in depositi a vista con un'accorta manipolazione dei passaggi tra depositi a vista e a risparmio. Se si richiede una definizione più ristretta, diventa necessaria l'adozione di una categoria più specifica, quale è quella suggerita da recenti proposte di riforma della Banca d'Inghilterra, e una categoria di questo tipo probabilmente è sensibile a variazioni di ricchezza riguardanti il settore privato.

* * *

¹ Cfr. CURRIE (1980). Poole naturalmente aveva applicato la sua analisi soltanto alle reazioni automatiche e di brevissimo periodo di politica economica, mentre questo caso riguarda il medio periodo. Ma altri hanno ricavato dall'analisi implicazioni ulteriori, in modo errato, come dimostra il nostro controesempio.

Finora ci siamo occupati soprattutto dei problemi che l'adozione della regola monetarista presenta in un'economia chiusa. Le cose sono abbastanza più difficili in un'economia aperta, soprattutto se il grado di mobilità internazionale dei capitali è elevato, come è plausibile ipotizzare, e se i cambi sono più o meno liberi di fluttuare. I primi modelli monetaristi con cambi fluttuanti assumevano la perfetta flessibilità dei prezzi dei beni e dei salari. In tal caso, le variazioni dell'offerta di moneta si riflettono più o meno rapidamente sia sui prezzi sia sul tasso di cambio, così che gli effetti sulla competitività nei mercati esteri sono piuttosto ridotti.

Ma se facciamo l'ipotesi più realistica che, in caso di variazioni dell'offerta di moneta, i prezzi dei beni e i salari si modificano solo lentamente mentre il mercato dei cambi si adegua rapidamente, si possono avere notevoli variazioni di competitività, con conseguenti ripercussioni sul settore che produce beni oggetto di commercio internazionale. La nostra analisi tecnica di questi fenomeni è molto progredita negli ultimi anni con l'applicazione delle aspettative razionali alla formulazione di modelli relativi al tasso di cambio (cfr., per esempio, Dornbusch (1976, 1980)). Per capire il comportamento del tasso di cambio quando venga adottata la regola monetarista, bisogna soprattutto tener presente che ogni perturbazione nelle relazioni di comportamento del sistema economico provocherà mutamenti nel tasso di cambio e quindi nella competitività (con l'esclusione forse del caso in cui lo *shock* provenga da variazioni dei prezzi esteri). Supponiamo, per esempio, che si verifichi un aumento della domanda di moneta non accompagnato da un'adeguata espansione dell'offerta di moneta. Ne deriva un aumento dei tassi d'interesse interni, che determina un apprezzamento del cambio, poiché gli operatori sui mercati valutari reagiscono alla possibilità di arbitraggi vantaggiosi e di speculazioni. Le dimensioni dell'apprezzamento dipenderanno dalle aspettative sulla durata del periodo durante il quale i tassi di interesse interni resteranno più elevati; se la fonte della perturbazione della domanda di moneta è chiaramente individuata, le aspettative relative alla sua durata saranno di fondamentale importanza. In conclusione, il tasso di cambio sarà soggetto a continui movimenti, causati da qualunque perturbazione (o dalle aspettative di perturbazione) che direttamente o indirettamente abbia ripercussioni sui tassi d'interesse; e l'ampiezza di questi movimenti dipenderà sia dall'entità della perturbazione, sia dalle aspettative sulla sua durata. È evidente che il rispetto di una regola per il controllo dell'offerta di moneta fa del tasso di cambio nominale una variabile

estremamente mutevole, che trasmette impulsi erratici al resto dell'economia; inoltre, dato che i prezzi interni variano con relativa lentezza, anche il tasso di cambio reale sarà facilmente soggetto a variazioni. Chi sostiene che un tasso costante di crescita dell'offerta di moneta contribuisce a creare per gli operatori una situazione di stabilità dei valori nominali, farebbe bene a riflettere se un'affermazione di questo tipo può avere significato in un mondo in cui i tassi nominali di cambio non si fermano mai, accompagnati da movimenti continui di prezzi relativi di primaria importanza quali sono le ragioni di scambio.

Non si tratta soltanto di temi di cui si discute sul piano teorico. Non ci sono segni che la scelta di obiettivi monetari abbia ridotto l'estrema variabilità dei cambi nel breve periodo: al contrario, da ricerche e statistiche di prima approssimazione condotte da Artis e Currie (1982) risulta, se non altro, che l'instabilità monetaria nel Regno Unito è legata da una relazione inversa all'instabilità del tasso di cambio. La maggior decisione nel perseguimento di obiettivi monetari negli Stati Uniti tra il 1980 e il 1981, che ha avuto come risultato una variazione molto maggiore nei tassi d'interesse (ai limiti dell'instabilità dello strumento), ha portato alle selvagge fluttuazioni del cambio del dollaro rispetto alle valute europee. I problemi che si accompagnano all'adozione della regola monetarista sono esportati e amplificati in un regime di cambi fluttuanti.

La ragionevole caratteristica delle aspettative razionali di considerare soltanto le grandezze future può contribuire a spiegare perché, quando le autorità centrali si attengono alla regola monetarista, i mercati valutari sono così sensibili a variazioni persistenti del disavanzo pubblico, anche se questo nasce dall'azione degli stabilizzatori fiscali. Come già si è osservato, disavanzi pubblici finanziati con il ricorso all'indebitamento esercitano una forte pressione al rialzo sui tassi d'interesse interni. Se il governo di un paese persiste in una siffatta politica, i detentori della valuta di quel paese otterranno guadagni dai tassi d'interesse più elevati e da una valuta che si apprezza. Ma una politica di questo tipo sarebbe disastrosa, e necessariamente le aspettative sono che prima o poi essa venga abbandonata. Una possibilità è che la politica di stimolo fiscale venga invertita; in tal caso, i possessori della valuta del paese, se non hanno previsto il mutamento d'indirizzo, subiranno grosse perdite. Lo stesso accadrà se si abbandonano gli obiettivi monetari e si continua con la politica di disavanzo. Gli operatori sui mercati valutari cercheranno perciò di prevedere il momento in cui avverrà il cambiamento di indirizzo nella politica economica.

Ovviamente, la relativa lentezza nell'adeguamento dei prezzi e dei salari è cruciale per quella variabilità del cambio di cui si è discusso, nonché per gli accennati problemi di instabilità che derivano da disavanzi del settore pubblico finanziati con il ricorso all'indebitamento. La fiorentina letteratura monetarista delle aspettative razionali fa invece spesso l'ipotesi contraria di perfetta flessibilità dei prezzi e dei salari. È questo un naturale sviluppo della letteratura sulla curva di Phillips con aspettative, in cui l'unica causa di lentezza nell'adeguamento dei prezzi ad un eccesso di domanda era il lento aggiustamento delle aspettative sui prezzi. Ciò implicava una sistematica distorsione nelle aspettative, ed era abbastanza naturale supporre che gli operatori avrebbero individuato gli errori sistematici e li avrebbero corretti. La curva di Phillips con aspettative suggeriva allora che l'economia sarebbe sempre al livello di piena occupazione, salvo i casi di deviazioni non sistematiche dovuti a errori di previsione. Viene così completamente eliminata la necessità di politiche di controllo della domanda per dominare movimenti persistenti del livello della domanda aggregata. Nella misura in cui le previsioni degli operatori non sono ottimali, resta qualche spazio per la politica economica per smorzare le fluttuazioni non sistematiche della domanda, se le autorità centrali riescono ad effettuare previsioni più accurate; si otterrebbe però lo stesso risultato se le autorità centrali rendessero note le loro, più accurate, previsioni. In questa ottica nessuna regola di politica economica, per quanto complessa, può avere una qualche presa sulla produzione; ma per semplificare il lavoro di formulazione delle previsioni, la cosa migliore per le autorità centrali è adottare la politica economica più semplice, vale a dire la regola monetarista.

Si muovono spesso obiezioni alle rigorose ipotesi che stanno alla base dell'assunto di aspettative razionali, così come è sopra esposto. È vero che se il comportamento degli operatori deve essere di quel tipo, è necessario che il loro livello di informazione sia molto alto ed è anche vero che l'attenuazione di alcune ipotesi sul livello di informazione può avere conseguenze importanti. In particolare, in questo contesto le politiche di controllo della domanda possono essere viste come un efficace sostituto della costosa acquisizione di informazioni da parte del settore privato. Ma il problema centrale individuato dalla letteratura delle aspettative razionali è di fondamentale importanza. Prescrizioni di politica economica e analisi basate sull'ipotesi che il settore privato compia errori sistematici non hanno probabilità di durare a lungo (cfr. Peston (1980)). Un'analisi teorica solida e solidi precetti di politica economica dovrebbero idealmente possedere la capacità di durare a lungo e di essere validi per un'ampia gamma di circostanze e comportamenti.

L'obiezione principale alla tesi monetarista di aspettative razionali non è nei confronti delle aspettative razionali stesse, ma dell'ipotesi implicita di perfetta flessibilità dei prezzi e dei salari (cfr., per es., Tobin (1980)). L'attenzione si è sempre più concentrata su quelle cause di inerzia nell'aggiustamento dei prezzi e dei salari che non nascono dalla lentezza con cui si modificano le aspettative (che quindi sarebbero sistematicamente scorrette). L'esistenza di costi di aggiustamento di vario tipo (cfr. per esempio, Salop (1979), Stiglitz (1980), Rotemberg (1980)) dà origine ad una relativa vischiosità dei prezzi e dei salari nel breve periodo, anche se le aspettative sono razionali (e naturalmente tengono conto di questa vischiosità e dei suoi effetti). Aggiustamenti di questo tipo possono assumere la forma di un aggiustamento che per singoli prezzi o salari è differito e a balzi, ma che per il livello aggregato dei prezzi e dei salari è lento. Contratti con periodi di validità che si sovrappongono, uniti alla preoccupazione per salari e prezzi relativi, generano una notevole inerzia nel sistema, dando origine a lunghi cicli che possono essere stabilizzati dall'intervento statale. Una volta che cicli di questo tipo si sono avviati, le aspettative sulle quantità diventano importanti quanto quelle sui prezzi. È probabile che aspettative sulle quantità accelerino le influenze destabilizzatrici che nascono dall'interazione del moltiplicatore e dell'acceleratore. Non è molto difficile dimostrare che se i costi di detenere scorte in eccesso sono alti, le aspettative razionali possono generare cicli delle scorte instabili, se non interviene una politica di stabilizzazione. Sarebbe interessante procedere ad un esame empirico di quanta della recente massiccia riduzione delle scorte nel Regno Unito possa essere spiegata in questi termini.

Nonostante le possibilità offerte da questo tipo di analisi, non sarebbe saggio forzare troppo l'ipotesi delle aspettative razionali. I progetti di investimento che comportano lunghi ritardi di attuazione (si tratti di investimenti in capitale fisso o in capitale umano) implicano una valutazione di numerose grandezze imponderabili, per alcune delle quali l'esperienza passata offre poche indicazioni. Anche se è indubbio che le decisioni di investimento saranno prese sulla base di calcoli razionali, non è da presumere che gli operatori facciano previsioni corrette. Il pericolo sotto questo aspetto è che una prolungata caduta della domanda conduca a una caduta degli investimenti fissi, compromettendo la capacità produttiva, così che, quando la domanda si ravviva, l'insufficienza della capacità produttiva tronchi la ripresa. L'evidenza empirica indica che questo può essere un problema corrente, sia per il Regno Unito sia per gli altri paesi dell'Europa Occidentale (Artis (1980)).

* * *

Riassumendo, non ci sono motivi validi né per supporre che si possa fare a meno di una politica flessibile di gestione della domanda, né per ritenere che la regola monetarista di politica economica faccia parte di una soddisfacente politica di stabilizzazione. Sulla base della nostra analisi, è chiaro che tentativi di applicare la regola monetarista urteranno contro seri problemi. In pratica, ovviamente, il perseguimento di obiettivi monetari è stato reso più complicato dalle difficoltà che il controllo di breve periodo dell'offerta di moneta presenta nell'attuale assetto istituzionale. Tali problemi hanno fatto nascere nel Regno Unito una pressione crescente, da parte soprattutto dei circoli finanziari, perché ci si sposti verso il controllo della base monetaria. (Friedman ha recentemente parlato a favore di questo mutamento, paragonandolo al controllo della produzione di automobili mediante il controllo della quantità di acciaio fornito come *input*. Una rilettura della sua *Price Theory* o una conversazione di pochi minuti con un pianificatore sovietico chiarirebbero quanto poco questo confronto vada a favore del controllo della base monetaria.) Ma è questo un aspetto su cui possiamo sorvolare. Piuttosto, dati i rischi che si accompagnano ad uno stretto controllo dell'offerta di moneta nel breve periodo, si è tentati di concludere che è irrilevante che la Banca di Inghilterra non sia sistematicamente riuscita a raggiungere i propri obiettivi monetari e che altre banche centrali, di fronte alle difficoltà, abbiano spesso abbandonato o modificato i loro obiettivi. Questa potrebbe essere una conclusione sensata, se l'errato perseguimento di obiettivi monetari non avesse così gravemente deformato e distorto altri aspetti della politica di stabilizzazione, soprattutto per quanto riguarda il tasso di cambio e il disavanzo pubblico. Il perseguimento di obiettivi monetari, ben lungi dallo stabilizzare le aspettative come suggeriscono i suoi sostenitori, può contribuire a renderle più mutevoli, con il risultato di perturbazioni non necessarie della produzione, dell'inflazione e del tasso reale di cambio, e quindi con effetti negativi per l'investimento, per i settori che hanno scambi con l'estero e per la crescita. Sarebbe davvero sorprendente se non si potessero formulare politiche di stabilizzazione migliori.²

DAVID CURRIE

² Per una discussione delle possibili politiche alternative, cfr. CURRIE (1981).

BIBLIOGRAFIA

- ARTIS, M.J. (1980): "The Capital Constraint", University of Manchester, ciclostilato.
- ARTIS, M.J. e CURRIE, D.A. (1982): "Monetary and Exchange Rate Targets", in Courakis, A.S. e Harrington, R.L. (a cura di) *Monetarism: Traditions, Debates and Policy*, Macmillan.
- BARRO, R.J. (1974): "Are Government Bonds Net Wealth", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, pp. 1095-1117.
- BRAINARD, W. (1967): "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", *American Economic Review*, Vol. 57.
- CURRIE, D.A. (1980): "Money Supply Rules, Government Financing and the Design of Automatic Policy Responses", Queen Mary College, Department of Economics Discussion Paper, N. 66.
- CURRIE, D.A. (1981): "Monetarist Policies and Neo-Keynesian Alternatives", *Thames Papers in Political Economy*.
- DORNBUSCH, R. (1976): "Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, Vol. 84, pp. 1161-1176.
- DORNBUSCH, R. (1980): "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?", *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 143-205.
- DORNBUSCH, R. e FISCHER, S. (1980): "Exchange Rates and Current Account", *American Economic Review*, Vol. 70.
- FRIEDMAN, M. (1948): "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", *American Economic Review*, Vol. 38, pp. 245-264.
- FRIEDMAN, M. (1953): "The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis", *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- PESTON, M.H. (1980): *Whatever Happened to Macroeconomics?*, Manchester University Press.
- POOLE, W. (1970): "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 197-216.
- ROTEMBERG, J. (1980): "Monopolistic Price Adjustment and the Effectiveness of Monetary Policy", MIT, ciclostilato.
- SALOP, S. (1979): "A Model of the Natural Rate of Unemployment", *American Economic Review*, Vol. 69, pp. 117-125.
- STIGLITZ, J.E. (1979): "Equilibrium in Product Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol. 69, pp. 339-345.
- TOBIN, J. (1980): *Assets Accumulation and Economic Activity*, Basil Blackwell.