

**11° Corso di Preparazione al Concorso Diplomatico
A.A. 2021-2022**

**Lezioni di Politica Economica Internazionale
Prof. Umberto Triulzi**

LUISS, School of Government

**Via Pola, 12
Roma**

|

L'Interdipendenza monetaria nel lungo periodo (seconda parte)

Cap.4

IPOTESI DI LUNGO PERIODO

❖ Prezzi flessibili

L'equilibrio di lungo periodo può essere definito come la posizione raggiunta dall'economia una volta che i salari e i prezzi si siano adeguati completamente alla variazione dell'offerta di moneta e della produzione

❖ Aspettative mutevoli

Gli agenti economici che operano sui mercati finanziari formulano previsioni sul tasso di cambio atteso che si modificano nel tempo anche in relazione alle aspettative sul livello dei prezzi atteso

LA LEGGE DEL PREZZO UNICO

In mercati competitivi, in assenza di costi di trasporto e di altre barriere al commercio (dazi, quote,...), uno stesso bene deve essere venduto allo stesso prezzo su tutti i mercati, posto che il prezzo sia espresso in un'unica valuta.

Es. Bene B

$$P_{\text{€}B} = TC_{\text{€}/\$} P_{\text{\$}B}$$

Estendendo il ragionamento ad un paniere standard di beni identici nei due paesi considerati:

$$P_{\text{€}n} = TC_{\text{€}/\$} P_{\text{\$}n}$$

Da cui si ricava:

$$TC_{\text{€}/\$} = \frac{P_{\text{€}n}}{P_{\text{\$}n}}$$

Il tasso di cambio €/€ è pari al rapporto tra i prezzi di uno stesso paniere standard di beni, espressi nelle rispettive valute nazionali!

TEORIA DELLA PPA

Se assumiamo che il paniere considerato sia una valida misura del potere di acquisto della moneta nei rispettivi paesi, l'equazione che esprime il tasso di cambio in relazione al livello dei prezzi può essere considerata come una possibile formulazione della Teoria PPA (o *Purchasing Power Parity*)

❖ 1. PPA in termini assoluti:

Il tasso di cambio eguaglia il rapporto tra i poteri di acquisto delle due valute nei rispettivi paesi

$$TC_{\text{€}/\$} = \frac{P_{\text{€}n}}{P_{\text{\$}n}}$$

Es. una riduzione del potere d'acquisto della valuta nazionale, misurato in termini di un aumento di P€, comporta un deprezzamento della valuta nazionale sul mercato dei cambi

❖ 2. PPA in termini relativi

Prende in considerazione non il livello dei prezzi e dei tassi di cambio ma le loro variazioni

LEGAME FRA POLITICA MONETARIA E TASSO DI CAMBIO DI EQUILIBRIO NEL L.P.

❖ PPA in termini relativi afferma che le variazioni percentuali del tasso di cambio eguagliano, nel tempo, la differenza fra le variazioni dei prezzi nei singoli paesi (in pratica, i differenziali nei rispettivi tassi di inflazione).

❖ In formula:

$$\frac{Tc_{(\text{€}/\$)}_t - Tc_{(\text{€}/\$)}_{t-1}}{Tc_{(\text{€}/\$)}_{t-1}} = \pi_{\text{€},t} - \pi_{\text{\$,t}}$$

❖ A parità di altre condizioni, un incremento permanente dell'offerta di moneta provoca, nel LP, un aumento del livello dei prezzi che, a sua volta, in base alla PPA in termini relativi, determina un deprezzamento proporzionale della valuta nazionale rispetto alle valute estere.

NB: validità PPA assoluta implica validità PPA relativa ma non viceversa

APPROCCIO MONETARIO AL TASSO DI CAMBIO

Approccio Monetario al TC

L'approccio monetario alla determinazione del tasso di cambio (valido nel LP) utilizza la PPP in termini relativi per spiegare il comportamento del tasso di cambio al variare della domanda ed offerta di moneta.



NB! Teoria Quantitativa della Moneta

Nell'ipotesi di pieno impiego dei fattori produttivi e di velocità di circolazione della moneta costante, una variazione dell'offerta di moneta si ripercuote proporzionalmente sull'andamento del livello dei prezzi



Conclusione

A parità di altre condizioni un incremento permanente dell'offerta di moneta provoca, nel lungo periodo, un incremento proporzionale nel livello dei prezzi ed un deprezzamento del TC

IL MODELLO DI DORNBUSCH (1976)

Il modello Dornbusch rappresenta il tentativo di conciliare l'analisi operata dal modello Mundell-Fleming di breve periodo, a prezzi fissi, con l'approccio monetarista di lungo periodo, a prezzi flessibili ed aspettative mutevoli.

Tale modello dimostra come, tramite l'adozione della PPA e l'ipotesi di vischiosità dei prezzi, la politica monetaria in cambi flessibili sia in grado di produrre effetti reali solo nel breve periodo, mentre rimanga neutrale nel lungo periodo.

Come si rammenta, in cambi fissi la politica monetaria non ha effetti reali nel breve periodo.

IL MODELLO DI DORNBUSCH (1976)

Gli elementi chiave del modello sono:

- la centralità del tasso di cambio nei meccanismi dinamici di trasmissione della politica monetaria
- il ruolo delle aspettative razionali nella spiegazione della dinamica di aggiustamento del tasso di cambio di lungo periodo

L'introduzione delle aspettative razionali all'interno del modello Dornsbush permette infatti di spiegare il fenomeno dell'"iper-reazione" o *overshooting* del tasso di cambio di breve periodo rispetto al suo livello di lungo periodo. (fenomeno osservato ma non spiegato negli anni '70)

IL MODELLO DI DORNBUSCH (1976)

La logica economica sottostante al fenomeno dell'*overshooting* riguarda il fatto che gli aggiustamenti degli stock delle attività finanziarie sono generalmente più ampi e rapidi rispetto agli aggiustamenti dei flussi relativi agli scambi commerciali.

Ad esempio, partendo da una situazione in cui tutti i mercati sono in equilibrio, una riduzione del tasso di interesse nazionale, generata da un aumento dell'offerta di moneta, ad aspettative date, spingerà gli investitori a modificare immediatamente il proprio *stock di attività finanziarie* acquistando titoli esteri, incidendo sul livello del tasso di cambio di breve termine molto di più dei gradualisti cambiamenti derivanti dalle variazioni dei flussi commerciali internazionali.

Il modello Dornbusch ipotizza – in base alle ipotesi di completa libertà di movimento dei capitali e di perfetta sostituibilità tra le attività finanziarie denominate in valuta nazionale ed in valuta estera – che nel breve periodo valga la condizione di parità scoperta dei tassi di interesse e, nel lungo periodo, valga invece la PPA.

CONCLUSIONI

Nel Breve Periodo vale:

- “condizione di parità dei tassi di interesse” - scoperta:

$$i_{\text{€}} = i_{\text{\$}} + \frac{TC_{\text{€}/\text{\$}}^e - TC_{\text{€}/\text{\$}}}{TC_{\text{€}/\text{\$}}}$$

Nel Lungo Periodo vale:

- “Parità dei Poteri d’Acquisto (PPA) in termini relativi”:

$$\frac{TC_{(\text{€}/\text{\$})t} - TC_{(\text{€}/\text{\$})t-1}}{TC_{(\text{€}/\text{\$})t-1}} = \pi_{\text{€},t} - \pi_{\text{\$,t}}$$

SINTESI DEL LEGAME FRA PM E TC NEL MODELLO DI DORNBUSCH

- Nel breve periodo una Δ “*temporanea*” **SM** provoca una riduzione temporanea di i ed un deprezzamento immediato del tasso di cambio reale (R , dato dal prezzo relativo dei beni dei due paesi), determinando effetti reali nel sistema economico (aumenta la domanda di beni e la produzione), senza influenzare il Tc_e (atteso)
- Nel lungo periodo una Δ “*permanente*” **SM** non ha effetti permanenti sui prezzi relativi (ma solo sul livello dei prezzi) e sul tasso di interesse (ipotesi di neutralità della moneta nel l.p.). Ha effetti sul TC nominale (cioè il prezzo relativo delle valute di due paesi) il quale, in base alla PPA, tende a deprezzarsi proporzionalmente lasciando inalterato R .

SINTESI DEL LEGAME FRA PM E TC NEL MODELLO DI DORNBUSCH

Il processo di deprezzamento del TC, per l'introduzione delle aspettative razionali, non è lineare ma soggetto ad "*overshooting*": il differenziale dei tassi di interesse ($i < i^*$) deve essere esattamente controbilanciato da un'aspettativa di apprezzamento del tasso di cambio futuro della valuta nazionale (pur in una situazione di deprezzamento atteso per le aspettative di incremento dei prezzi) in grado di compensare il minor tasso di interesse interno, rendendo meno conveniente la detenzione delle attività estere ed evitando che gli operatori ritengano razionale modificare la composizione del proprio portafoglio.

E ciò può avvenire solo mediante una "iper-reazione" di breve periodo del livello di equilibrio del tasso di cambio.

SINTESI DEL LEGAME FRA PM E TC NEL MODELLO DI DORNBUSCH

➤ Δ “*permanente*” del “*tasso di crescita*” dell’*SM* amplifica effetti su TC ma non ha effetti sul tasso di cambio reale (*R*): le aspettative inflazionistiche provocano infatti un immediato aumento dei prezzi ed un proporzionale deprezzamento di TC;

NB1. In quest’ultimo caso si verifica deprezzamento TC in presenza di un aumento del tasso di interesse ! (apparente paradosso): nel LP $\uparrow i$ è associato ad un maggiore inflazione attesa (*effetto Fisher*) che, in base alla PPA, si traduce in un tendenziale deprezzamento della valuta nazionale rispetto alle valute estere.

NB2. Nel caso PPA non soddisfatta (per la presenza di barriere allo scambio, mercati non concorrenziali ecc.) potrebbero coesistere differenze nei tassi di interesse reali spiegate da variazioni attese di *R*.

IL PROBLEMA DELL'INCOERENZA TEMPORALE

Il problema dell'incoerenza temporale, messo in luce per la prima volta da Kyndland e Prescott (1977) e ripreso ed ampliato da Barro e Gordon (1983), nasce dal fatto che l'introduzione dell'ipotesi delle aspettative razionali apre una serie di questioni di non facile soluzione per la politica economica nel lungo periodo.

Il problema può essere così riassunto: i *policymaker* decidono di annunciare politiche monetarie restrittive affinché il pubblico formuli aspettative coerenti con bassi livelli di inflazione. Tuttavia, una volta che le aspettative si sono formate, le autorità hanno convenienza a rinnegare l'annuncio, adottando politiche monetarie espansive al fine di ridurre la disoccupazione (sfruttando, nel breve periodo, il noto *trade off* della Curva di Phillips)

IL PROBLEMA DELL'INCOERENZA TEMPORALE

Grazie all'ipotesi di aspettative razionali, il settore privato è tuttavia in grado di comprendere l'incentivo delle autorità a rinnegare l'annuncio e, quindi, tende a considerare la politica annunciata "poco credibile". Tale schema logico giunge alla sorprendente conclusione che le autorità, per poter raggiungere gli obiettivi dichiarati, devono, di fatto, rinunciare al loro potere discrezionale (legandosi le mani).

Tali modelli, detti appunto "modelli reputazionali" tentano di trasferire i principi della "teoria dei giochi" alla politica monetaria e, negli ultimi anni, anche alla politica fiscale.

Barro e Gordon dimostrano che gli "equilibri di reputazione" costituiscono un risultato migliore rispetto all'equilibrio discrezionale, pur rimanendo inferiori ad una regola fissata istituzionalmente (ad esempio la rinuncia all'utilizzo della politica economica quale strumento di stabilizzazione dell'economia).

IL PROBLEMA DELL'INCOERENZA TEMPORALE

Se si considera ora un'economia aperta, le autorità hanno a disposizione anche lo strumento del tasso di cambio per rafforzare la “credibilità” dei propri annunci di politica monetaria.

L'approccio teorico che considera la stabilità del tasso di cambio come elemento centrale delle politiche di riduzione dell'inflazione ha ricevuto ampi consensi in anni recenti.

L'obiettivo della stabilità del tasso di cambio è stato adottato da gran parte dei paesi in via di sviluppo, allo scopo di acquisire credibilità nella lotta all'inflazione.

IL PROBLEMA DELL'INCOERENZA TEMPORALE IN UNA ECONOMIA APERTA

Illustriamo ora sinteticamente il funzionamento del modello di incoerenza temporale in un'economia aperta e le lezioni di politica economica che è possibile trarne.

Il funzionamento del modello è il seguente:

- si ipotizza che il regime di cambio sia basato su parità fisse ma aggiustabili (un sistema simile a quello di *Bretton Woods*)
- il settore privato fissa i salari nominali, formulando aspettative razionali relativamente all'inflazione futura ed al deprezzamento futuro del tasso di cambio
- le autorità, dopo avere osservato le aspettative di inflazione e di deprezzamento incorporate nei salari nominali, fissano il livello di inflazione ed il costo dei riallineamenti valutari

IL PROBLEMA DELL'INCOERENZA TEMPORALE IN UNA ECONOMIA APERTA

Se si verifica una variazione delle aspettative sul deprezzamento futuro del tasso di cambio che fa diminuire il livello della “soglia di intervento”, le autorità monetarie potrebbero essere costrette ad intervenire con una svalutazione e a pagare il costo fisso di riallineamento anche in presenza di un piccolo *shock* dal lato della produzione con conseguente aumento dell' inflazione.

Una variazione delle aspettative può portare ad una modifica della politica monetaria anche dopo la fissazione da parte delle autorità del livello desiderato di inflazione

Le autorità si ritroverebbero in tal modo ad agire, di fatto, in cambi fluttuanti, senza aver tratto benefici dall'aver adottato un regime di cambi fissi ma aggiustabili.

IL PROBLEMA DELL'INCOERENZA TEMPORALE IN UNA ECONOMIA APERTA

In conclusione, dall'analisi del modello Barro-Gordon in economia aperta, si evince che l'adozione di tassi di cambio fissi, allo scopo di mantenere un "equilibrio di reputazione" da parte delle autorità, comporta costi inutili ed aumenta la probabilità di incremento dell'inflazione.

Le autorità saranno disposte a pagare il costo fisso del deprezzamento del tasso di cambio rispetto alla parità dichiarata solo nel caso in cui si renda necessario utilizzare la politica monetaria per stabilizzare l'output (deviando dall'inflazione annunciata).

Viceversa, se le autorità rinunciano a mantenere la stabilità del cambio, e gestiscono la politica monetaria in cambi flessibili, avranno minori tentazioni ad inflazionare rispetto al caso di una economia chiusa.

LA NUOVA MACROECONOMIA APERTA

La *New Open Economy Macroeconomics (NOEM)* ha come obiettivo lo sviluppo di un nuovo modello di analisi macroeconomica in economia aperta, alternativo al modello Mundell-Fleming come integrato da Dornbusch (1976), il quale rimane, tuttora, uno dei principali modelli teorici di riferimento nell'analisi della politica economica in un'economia aperta.

L'elemento comune ai diversi approcci che appartengono al filone della NOEM è l'adozione delle ipotesi di concorrenza imperfetta (con la presenza di distorsioni nel mercato che determinano un equilibrio di produzione inferiore a quello di "ottimo sociale") e di rigidità nominali all'interno di modelli dinamici di equilibrio economico generale basati sulla microfondazione delle equazioni di comportamento di imprese e consumatori.

LA NUOVA MACROECONOMIA APERTA (2)

I Obstfeld e Rogoff (1995), i capiscuola di tale filone di analisi, nel loro *Redux Model* a due paesi prendono le mosse, come nel modello Dornbusch, da un incremento inatteso e permanente dell'offerta di moneta nazionale, distinguendo, in ragione dell'ipotesi di rigidità dei prezzi, un effetto "impatto" di breve periodo da un effetto "stato stazionario" di lungo periodo. Essi dimostrano, diversamente da Dornbusch, che la politica monetaria non è neutrale nel lungo periodo.

L'incremento inatteso e permanente dell'offerta di moneta nel lungo periodo, determinando la caduta del tasso di interesse reale mondiale ed il deprezzamento nominale del tasso di cambio nazionale, genera un *surplus* della bilancia delle partite correnti ed un aumento della ricchezza estera netta.

LA NUOVA MACROECONOMIA APERTA (2)

|
L'effetto finale è un incremento del benessere generale capace di apportare uguali benefici in entrambi i paesi.

Un ulteriore risultato interessante a cui giunge l'approccio NOEM è che in regime di concorrenza imperfetta non si verifica il fenomeno di *overshooting* del tasso di cambio.

Se, infatti, il cambiamento nello *stock monetario* è permanente, la variazione di breve periodo dei saldi monetari nazionali eguaglia la variazione di lungo periodo, con il risultato che non si verificano fenomeni di “iper-reazione” del tasso di cambio.

Il principale valore aggiunto del *Redux Model* rispetto ai modelli macroeconomici tradizionali è, dal punto di vista analitico, la solida microfondazione che consente di valutare con maggiore adeguatezza, non solo gli effetti finali degli *shock monetari* sul benessere complessivo del sistema, ma anche i suoi canali effettivi di trasmissione, tramite l'utilizzo di specifiche funzioni di utilità riferite ad agenti rappresentativi.

LA NUOVA MACROECONOMIA APERTA (3)

| Molte delle ipotesi alla base del *Redux Model* sono state modificate nell'ambito dei lavori successivi e ciò ha messo in luce come i risultati effettivi degli *shock* monetari tendano ad essere abbastanza sensibili al variare delle ipotesi di base.

I modelli più recenti della NOEM, enfatizzando approcci di natura inter-temporale, evidenziano efficacemente l'esistenza di effetti dinamici, sempre più rilevanti sul benessere dei paesi *partner*, derivanti *da shock* di natura monetaria o finanziaria.

Infine, la microfondazione e la considerazione degli effetti sul benessere complessivo aprono la strada ad un'analisi più puntuale dell'interdipendenza fra sistemi economici nonché degli effetti della politica economica internazionale.