



Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Problemi

1. In questo capitolo abbiamo affermato che il calcolo del PNL evita di contabilizzare due volte alcune voci includendo solamente il valore dei beni e dei servizi finali venduti sul mercato. Pertanto, non dovrebbe la misurazione delle importazioni utilizzata nella contabilità nazionale includere solamente le importazioni di beni e servizi finali dall'estero? Che cosa si può dire, invece, delle esportazioni?

Risposta

La ragione per includere solo il valore dei beni e dei servizi finali nel PNL, come affermato nella domanda, è quella di evitare il problema della doppia contabilizzazione. Questa tuttavia non si verificherà se le importazioni intermedie vengono sottratte e i beni esportati intermedi vengono aggiunti ai conti del PNL. Considerate la vendita di acciaio da parte degli Stati Uniti a Toyota e General Motors. L'acciaio venduto a General Motors non dovrebbe essere incluso nel PNL, in quanto il valore di quell'acciaio viene incluso nelle auto prodotte negli Stati Uniti. Il valore dell'acciaio venduto a Toyota non entrerà nei conti del reddito nazionale in uno stato maggiormente finito, in quanto il valore di Toyota riguarda il PNL giapponese. Il valore dell'acciaio deve essere sottratto dal PNL in Giappone, in quanto i fattori di produzione statunitensi ricevono un pagamento per esso. Quindi, non vogliamo contabilizzare le importazioni di beni intermedi (come una voce negativa), per evitare la doppia contabilizzazione della produzione nazionale ed estera.

2. L'Equazione 13.2 ci dice che, per ridurre il disavanzo del conto corrente, un paese deve aumentare il proprio risparmio nazionale, ridurre l'investimento interno o tagliare il disavanzo pubblico. Oggigiorno, alcuni raccomandano di imporre limitazioni alle importazioni dalla Cina (e da altri paesi) per ridurre il disavanzo del conto corrente degli Stati Uniti. In che modo, secondo voi, maggiori restrizioni alle importazioni da parte degli Stati Uniti influenzerebbero il risparmio privato, l'investimento domestico e il disavanzo pubblico? Siete d'accordo che le limitazioni alle importazioni farebbero necessariamente ridurre il disavanzo del conto corrente degli Stati Uniti?

Risposta

L'equazione 13.2 può essere scritta come $CA = (S_p - I) + (T - G)$. Maggiori limitazioni alle importazioni da parte degli Stati Uniti potrebbero avere un impatto scarso o addirittura nullo sul risparmio privato, sugli investimenti e sul disavanzo pubblico. Se non ci fossero effetti su queste variabili, il conto corrente non migliorerebbe con l'imposizione di dazi o contingentamenti alle importazioni. È possibile trovare esempi in cui l'effetto sul conto corrente agisce in entrambe le direzioni. Per esempio, gli investimenti potrebbero aumentare nei settori protetti dal dazio, peggiorando il conto corrente (in effetti, i dazi in qualche caso sono giustificati dal presunto bisogno di dare ai settori in crisi un'opportunità di modernizzare impianti e attrezzature). D'altro canto, gli investimenti potrebbero diminuire nei settori che si trovano ad affrontare un costo superiore dei beni intermedi importati come risultato dell'imposizione del dazio. In generale, i dazi permanenti e temporanei hanno effetti di tipo diverso. Il punto della questione è che una previsione del modo in cui le politiche influiscono sul conto corrente richiede un'analisi macroeconomica di equilibrio generale.

3. Spiegate come ognuna delle seguenti transazioni generi due poste contabili, un credito e un debito, nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, e specificate in che modo ogni posta dovrebbe essere classificata.
 - a) Un cittadino americano acquista un'azione di un'impresa tedesca, pagando con un assegno emesso su un conto corrente in una banca svizzera.
 - b) Un cittadino americano acquista un'azione di un'impresa tedesca, pagando con un assegno emesso su un conto corrente di una banca americana.
 - c) Il governo coreano effettua un intervento ufficiale sul mercato dei cambi, in cui utilizza dollari

- detenuti presso una banca americana per acquistare valuta coreana dai propri cittadini.
- d) Un turista proveniente da Detroit paga un pranzo in un costoso ristorante di Lione (Francia) utilizzando un traveler's check.
- e) Un produttore di vino californiano contribuisce con una cassa del suo Cabernet Sauvignon a una degustazione di vini a Londra.
- f) Una fabbrica nel Regno Unito utilizza i profitti locali per acquistare nuovi macchinari.

Risposta

- a. L'acquisto dell'azione tedesca è un debito nel conto finanziario degli Stati Uniti. Abbiamo un corrispondente credito nel conto finanziario degli Stati Uniti quando il cittadino americano paga con un assegno del proprio conto bancario svizzero, perché il suo diritto nei confronti della Svizzera diminuisce di un importo pari a quello dell'assegno. Questo è un esempio in cui un cittadino americano scambia un'attività estera con un'altra.
- b. Ancora una volta, abbiamo un debito nel conto finanziario degli Stati Uniti come risultato dell'acquisto di un'azione tedesca da parte del cittadino americano. Il credito corrispondente in questo caso si presenta quando il venditore tedesco deposita l'assegno americano nella propria banca tedesca e questa presta il denaro a un importatore tedesco (nel qual caso il credito sarà nel conto corrente americano) o ad un individuo o un'impresa che acquista un'attività americana (nel qual caso il credito sarà nel conto finanziario degli Stati Uniti). In definitiva, la banca intraprenderà qualche azione che si tradurrà in un credito nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.
- c. L'intervento sul mercato dei cambi da parte del governo coreano implica la vendita di un'attività americana, i dollari da esso detenuti negli Stati Uniti, e quindi rappresenta una posta di debito nel conto finanziario degli Stati Uniti. I cittadini coreani che acquistano i dollari potrebbero utilizzarli per comprare beni americani, e questo sarebbe un credito nel conto corrente americano, oppure un'attività americana, e questo sarebbe un credito nel conto finanziario americano.
- d. Supponiamo che l'azienda che emette il traveler's check utilizzi un conto assegni in Francia per effettuare i pagamenti. Quando quest'azienda paga il ristorante francese per il pasto, il suo pagamento rappresenta un debito nel conto corrente americano. L'azienda che emette il traveler's check deve vendere delle attività (impoverendo il proprio conto assegni in Francia) per effettuare il pagamento. Questa riduzione delle attività francesi di proprietà di quella azienda rappresenta un credito nel conto finanziario americano.
- e. Non c'è nessun credito o debito nel conto finanziario o nel conto corrente, in quanto non vi sono state transazioni di mercato.
- f. Di questa transazione offshore non viene effettuata alcuna registrazione nella bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.
4. Un abitante di New York viaggia fino al New Jersey per acquistare una segreteria telefonica al prezzo di 100 dollari, pagando con un assegno. La società venditrice deposita poi l'assegno su un suo conto corrente presso una banca di New York. In che modo verrebbero registrate queste transazioni nei conti della bilancia dei pagamenti di New York e del New Jersey? Che cosa succederebbe se il cittadino di New York pagasse in contanti?

Risposta

L'acquisto della segreteria telefonica è una posta di debito nel conto corrente per New York e una posta di credito nel conto corrente per il New Jersey. Quando l'azienda del New Jersey deposita denaro nella propria banca di New York, abbiamo un credito nel conto finanziario per New York e un corrispondente debito per il New Jersey. Se la transazione avviene in contanti, il debito corrispondente per il New Jersey e il credito per New York compaiono anche nei loro conti finanziari. Il New Jersey acquisisce dollari (un'importazione di attività da New York, e pertanto una posta di debito nel suo conto finanziario); New York perde i dollari (un'esportazione di dollari, e pertanto un credito nel conto finanziario). Osservate che quest'ultimo adeguamento è analogo a quello che avverrebbe in un sistema aureo.

5. Nel 2008, lo stato di Pecunia presentava un disavanzo di conto corrente pari a un miliardo di dollari e un avanzo del conto finanziario, escludendo le riserve della banca centrale, pari a 500 milioni di dollari.
- a) Come si presentava la bilancia dei pagamenti di Pecunia in quell'anno? Cosa accadde alle attività estere nette del paese?
- b) Assumete che le banche centrali estere non abbiano effettuato transazioni, né di acquisto, né di vendita, di attività di Pecunia. In che modo sono cambiate nel 2008 le riserve estere ufficiali della banca centrale di Pecunia? In che modo questo intervento ufficiale verrebbe registrato nella bilancia dei pagamenti del paese?

- c) In che modo cambierebbe la vostra risposta al punto (b) se veniste a conoscenza che le banche centrali estere hanno acquistato 600 milioni di dollari di attività di Pecunia nel 2008? In che modo verrebbero registrati nella bilancia dei pagamenti dei paesi esteri questi acquisti ufficiali?
- d) Rappresentate la bilancia dei pagamenti di Pecunia nel 2008, sotto l'ipotesi che l'evento descritto al punto (c) si sia verificato in quell'anno.

Risposta

- a. Dal momento che i flussi in ingresso finanziari delle banche non centrali non sono riusciti a colmare il disavanzo del conto corrente per 500 milioni di dollari, la bilancia dei pagamenti di Pecunia (bilancia delle transazioni ufficiali) era di -500 milioni di dollari. Il paese nel complesso doveva in qualche modo finanziare il proprio disavanzo del conto corrente di 1 miliardo di dollari, pertanto le attività estere nette Pecunia sono diminuite di 1 miliardo di dollari.
- b. Attingendo alle proprie riserve estere, la banca centrale di Pecunia ha finanziato la parte del disavanzo del conto corrente del paese non coperta dai flussi finanziari privati in entrata. Solo se le banche centrali estere avessero acquisito le attività di Pecunia, la banca centrale di Pecunia avrebbe evitato di utilizzare 500 milioni di dollari di riserve per completare il finanziamento del conto corrente. Quindi, la banca centrale di Pecunia ha perduto 500 milioni di dollari di riserve, che apparirebbero come un flusso in ingresso finanziario ufficiale (della stessa grandezza) nei conti della bilancia dei pagamenti del paese.
- c. Se i flussi in ingresso di capitali ufficiali esteri di Pecunia fossero di 600 milioni di dollari, la banca centrale ora avrebbe aumentato le proprie attività estere di 100 milioni di dollari. Volendo spiegare le cose in un altro modo, il paese aveva bisogno solo di 1 miliardo di dollari per coprire il proprio disavanzo di conto corrente, ma nel paese sono entrati 1,1 miliardi di dollari (500 milioni privati e 600 milioni dalle banche centrali estere). La banca centrale di Pecunia deve pertanto aver utilizzato i 100 milioni di dollari aggiuntivi per contrarre prestiti esteri in modo da aumentare le proprie riserve. La bilancia dei pagamenti è ancora di -500 milioni, ma questi ora sono costituiti da 600 milioni in acquisti di attività di Pecunia da parte delle banche centrali estere e 100 milioni di acquisti di attività estere da parte della Banca centrale di Pecunia, al contrario della vendita da parte di Pecunia di 500 milioni di attività. Gli acquisti di attività di Pecunia da parte delle banche centrali estere entra nei conti della bilancia dei pagamenti dei loro paesi come flussi in uscita, ossia come poste di debito. La logica è che le transazioni si traducono i pagamenti esteri ai cittadini di Pecunia che vendono le attività.
- d. Insieme alle transazioni delle banche non centrali, i conti mostrerebbero un aumento delle attività delle riserve ufficiali estere detenute in Pecunia di 600 milioni di dollari (una posta di credito del conto finanziario, o flusso in ingresso) e un aumento delle attività delle riserve ufficiali di Pecunia detenute all'estero di 100 milioni di dollari (una posta di debito del conto finanziario, o flusso in uscita). Ovviamente, il flusso in ingresso finanziario netto di un miliardo di dollari si limita a coprire il disavanzo del conto corrente.

6. Potete immaginare alcuni motivi per cui un governo potrebbe essere preoccupato da livelli elevati dell'avanzo (o del disavanzo) del conto corrente? Perché un governo potrebbe preoccuparsi del saldo della bilancia dei pagamenti?

Risposta

I Un disavanzo o un avanzo del conto corrente è una situazione che a lungo termine potrebbe essere insostenibile.

Ci sono casi in cui un disavanzo potrebbe essere giustificato, per esempio per ottenere oggi un prestito che consenta di migliorare la capacità produttiva e avere un reddito nazionale più alto domani. Ma per qualunque periodo di disavanzo del conto corrente deve esserci un periodo corrispondente in cui la spesa non raggiunge il reddito (ossia, un avanzo del conto corrente) per poter pagare i debiti contratti verso l'estero. In assenza di opportunità di investimento inusuali, la strada migliore per un'economia può essere quella in cui il consumo, in relazione al reddito, viene appianato nel corso del tempo.

Le riserve di valuta estera detenute dalla banca centrale di un paese cambiano con valori diversi da zero della bilancia delle transazioni ufficiali. Le banche centrali usano le proprie riserve di valuta estera per influenzare i tassi di cambio. Un esaurimento delle riserve estere potrebbe limitare la capacità di una banca di influenzare o stabilizzare il tasso di cambio. Per alcuni paesi, in particolare i paesi in via di sviluppo, le riserve della banca centrale possono essere importanti come modo per consentire all'economia di mantenere i consumi o gli investimenti quando è difficile ottenere prestiti dall'estero. Un livello elevato di riserve può

anche svolgere un ruolo di segnalazione, convincendo i potenziali creditori esteri che il paese è meritevole di credito. La bilancia dei pagamenti di un centro di valuta di riserva (come gli Stati Uniti sotto il sistema Bretton Woods) solleva particolari problemi che per il momento è meglio rimandare.

7. I dati ufficiali sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti danno un quadro accurato della misura in cui le banche centrali estere acquistano e vendono dollari sui mercati monetari?

Risposta

La bilancia delle transazioni ufficiali, chiamata anche bilancia dei pagamenti, mostra le variazioni nette nelle riserve internazionali detenute dalle agenzie governative del Stati Uniti, come la Federal Reserve e il Tesoro, in relazione alle variazioni delle riserve di dollari detenute dalle agenzie governative straniere. Questo conto fornisce un quadro parziale della misura dell'intervento sul mercato dei cambi. Per esempio, supponiamo che la Bundesbank acquisti dollari e li depositi nel proprio conto Eurodollar in una banca di Londra. Benché questa transazione sia una forma di intervento, non apparirebbe nella bilancia delle transazioni ufficiali degli Stati Uniti. Quando invece la banca di Londra accredita questo deposito sul suo conto negli Stati Uniti, questa transazione apparirà come flusso finanziario privato.

8. È possibile per un paese avere un deficit del conto corrente e al tempo stesso un avanzo della bilancia dei pagamenti? Motivate la risposta utilizzando dei dati ipotetici per il conto corrente e per il conto finanziario (escluse le riserve). Discutete le implicazioni possibili per i flussi internazionali di riserve ufficiali.

Risposta

Un paese potrebbe avere un deficit del conto corrente e un avanzo della bilancia dei pagamenti allo stesso tempo nel caso in cui gli avanzi del conto finanziario e del conto capitale fossero superiori al deficit del conto corrente. Ricordate che l'avanzo della bilancia dei pagamenti è uguale all'avanzo del conto corrente più l'avanzo del conto finanziario più l'avanzo del conto capitale. Se, per esempio, abbiamo un deficit di conto corrente di 100 milioni di dollari, ma ci sono grandi flussi di ingresso di capitale e l'avanzo del conto finanziario è pari a 102 milioni di dollari, si avrà un avanzo della bilancia dei pagamenti pari a 2 milioni di dollari.

Questo problema può essere utilizzato come introduzione al discorso sull'intervento (o sul mancato intervento) sul mercato dei cambi. Il governo degli Stati Uniti non è intervenuto in alcun modo apprezzabile sui mercati dei cambi nella prima metà degli anni Ottanta. La conseguenza "da manuale" di questa situazione è una bilancia dei pagamenti pari a zero, mentre le cifre effettive mostravano un leggero avanzo della bilancia dei pagamenti tra il 1982 e il 1985. Questi anni sono stati caratterizzati anche da forti deficit del conto corrente. Pertanto, i flussi finanziari in entrata negli Stati Uniti tra il 1982 e il 1985 hanno superato i deficit del conto corrente di quegli stessi anni.

9. Supponete che il debito estero netto degli Stati Uniti sia pari al 25% del PIL e che le attività e le passività estere paghino entrambe un tasso d'interesse del 5% l'anno. Quale sarebbe l'assorbimento del PIL (in termini percentuali) dovuto al pagamento degli interessi sul debito estero netto? Pensate che questo valore sia elevato? Come si modificherebbe la vostra risposta se il debito estero netto fosse pari al 100% del PIL? Quando, secondo voi, il governo di un paese dovrebbe iniziare a preoccuparsi della dimensione del suo debito estero?

Risposta

Se attività e passività pagano entrambe il 5%, i pagamenti sul debito estero netto sarebbero dell'1,25%. Benché non banale, probabilmente non si tratta di un onere eccessivo. Con un debito estero netto pari al 100% del PIL, i pagamenti netti sono del 5%. A questo punto, i pagamenti possono rappresentare un assorbimento considerevole per l'economia. Quando i pagamenti degli interessi sul debito superano il tasso di crescita economica di un paese, questo debito è insostenibile.

10. Se visitate il sito internet del BEA (<http://www.bea.gov>) e guardate la Tabella "U.S. International Transactions" della Survey of Current Business del luglio 2010, scoprirete che nel

2009 i redditi incassati dagli Stati Uniti sulle attività detenute all'estero ammontavano a 585,2 miliardi di dollari (riga 13), mentre i pagamenti relativi alle passività verso l'estero erano pari a 456,0 miliardi (riga 30). Tuttavia, in questo capitolo abbiamo mostrato che gli Stati Uniti sono un grande debitore netto nei confronti degli altri paesi. Come è possibile allora che abbiano ricevuto di più dalle proprie attività di quanto abbiano pagato sulle proprie passività?

Risposta

Gli Stati Uniti ottengono un tasso di rendimento sostanzialmente superiore sulle proprie attività detenute all'estero rispetto a quanto gli stranieri ottengano dalle attività americane. Un motivo è che una notevole quantità di attività straniere è detenuta sotto forma di titoli emessi dal Tesoro americano a basso tasso d'interesse.

11. Considerate l'esempio fatto nell'ultimo Caso Studio di questo capitolo circa gli effetti sulla ricchezza estera netta degli Stati Uniti di un deprezzamento del dollaro di 10 punti percentuali. Mostrate la dimensione dell'effetto dello stesso deprezzamento sulla ricchezza estera netta dei residenti stranieri misurata in dollari (in percentuale del PIL americano).

Risposta

Il Caso Studio indica che le attività estere degli Stati Uniti sono pari al 129% del PIL, mentre le passività estere sono pari al 148% del PIL. Inoltre, il 70% delle attività estere americane sono in valuta estera, mentre il 100% delle passività estere degli Stati Uniti sono in dollari. Dal punto di vista estero, i paesi esteri detengono attività americane pari al 148% del PIL negli Stati Uniti e queste sono tutte in dollari. Un deprezzamento del 10% del dollaro ridurrebbe il valore di queste attività estere di $0,1 \times 1 \times 1,48 = 14,8\%$. Le passività estere sono pari a 129% del PIL, ma solo il 30% di esse è in dollari. Pertanto, un deprezzamento del 10% del dollaro ridurrebbe il valore delle passività estere di $0,1 \times 0,3 \times 1,29 = 3,9\%$. Quindi, l'effetto netto del deprezzamento di 10 punti percentuali del dollaro è una riduzione del 10,9% della ricchezza estera netta dei paesi esteri.

12. Abbiamo detto nel corso del capitolo che i guadagni e le perdite in conto capitale sulle attività estere nette di un paese non vengono inclusi nella misura del conto corrente utilizzata per il calcolo del reddito nazionale. In che modo gli statistici dovrebbero modificare l'identità del PNL (Equazione 13.1) se volessero includere questi guadagni e queste perdite nella definizione del conto corrente? Secondo voi, ciò avrebbe senso? Perché non viene fatto nella realtà?

Risposta

Per incorporare i guadagni o le perdite in conto capitale, bisognerebbe considerare questi cambiamenti di valutazione parte del reddito nazionale. Dovremmo pertanto modificare l'equazione 13.1 nel modo seguente:

$$Y = C + I + G + X - M + \text{"GUADAGNO"}$$

dove "GUADAGNO" viene definito come il guadagno netto in conto capitale sulle attività estere. Benché tale adeguamento misuri il modo più diretto la variazione nelle attività estere dette, non sarebbe altrettanto utile come misura del credito di un paese. I guadagni non realizzati non compaiono come reddito, e nemmeno forniscono i mezzi per finanziare i consumi o gli investimenti. Pertanto sarebbe fuorviante computarli nel conto corrente. Inoltre, è assolutamente probabile che questo non venga fatto per la difficoltà di effettuare queste misurazioni. Molti degli investimenti non hanno prezzi di mercato chiari, il che ne rende difficile la valutazione.

13. Utilizzando i dati nella sezione "Memoranda" della Tabella 13.3, calcolate la posizione patrimoniale verso l'estero degli Stati Uniti considerando gli investimenti diretti a prezzi di mercato.

Risposta

La posizione patrimoniale degli investimenti internazionali netti degli Stati Uniti nel 2009 con gli investimenti diretti valutati ai costi correnti è pari a -3.493.882 milioni di dollari. Per trovare la posizione patrimoniale degli investimenti internazionali netti con gli investimenti diretti valutati a prezzi di mercato, dobbiamo semplicemente sottrarre il valore degli

investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti al costo corrente e aggiungere il valore degli investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti a prezzi di mercato. Poi aggiungiamo il valore degli investimenti diretti esteri negli Stati Uniti al costo corrente e sottraiamo il valore degli investimenti diretti esteri ai prezzi di mercato:

Posizione patrimoniale degli investimenti internazionali netti ai costi correnti = $-\$3.493.882$

– investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti al costo corrente = 3.742.835

+ investimenti diretti all'estero degli Stati Uniti a prezzi di mercato = 3.103.704

– investimenti diretti esteri al costo corrente = 2.521.353

– investimenti diretti esteri a prezzi di mercato = 2.552.572

Posizione patrimoniale degli investimenti internazionali netti a prezzi di mercato = $-\$4.164.232$

Pearson Italia S.p.A. © 2013, tutti i diritti riservati, P.I. 07415430011.

[Privacy policy](#)

▪

Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Un bratwurst costa cinque euro a Monaco, mentre un hot dog costa quattro dollari al Fenway Park di Boston. A un tasso di cambio di 1,5 dollari per euro, qual è il prezzo dei bratwurst in termini di hot dog? A parità di altre condizioni, come si modifica questo prezzo relativo se il dollaro si apprezza fino a 1,25 dollari per euro? Rispetto alla situazione iniziale, l'hot dog è diventato più o meno caro del bratwurst?

Risposta

A un tasso di cambio di 1,5 \$ per euro, un bratwurst da 5 euro costa $1,5\$/\text{euro} \times 5 \text{ euro} = \$7,50$. Quindi, a Monaco il bratwurst costa \$2,5 di più rispetto all'hot dog a Boston. Il prezzo relativo è $\$7,5/\$4 = 1,87$. Un bratwurst costa 1,87 hot dog. Se il dollaro si apprezza a 1,25\$/euro, il bratwurst ora costa $1,25\$/\text{euro} \times 5 \text{ euro} = \$6,25$, per un prezzo relativo di $\$6,25/\$4 = 1,56$. Dovete pertanto rinunciare a 1,56 hot dog per acquistare un bratwurst. Gli hot dog sono diventati relativamente più costosi rispetto ai bratwurst in seguito all'apprezzamento del dollaro.

2. Un dollaro statunitense costa 7,5 corone norvegesi, ma può essere anche acquistato per 1,25 franchi svizzeri. Qual è il tasso di cambio tra la corona norvegese e il franco svizzero?

Risposta

$$E(\text{NOK}/\text{CHF}) = E(\text{NOK}/\text{USD})/E(\text{CHF}/\text{USD}) = 7,5/1,25 = 6 \text{ NOK}/\text{CHF}$$

3. Il petrolio è venduto sul mercato mondiale, ma il suo prezzo è espresso in dollari. Un'impresa chimica giapponese deve importare petrolio da utilizzare nella produzione di plastica e altri prodotti. Come cambiano i profitti dell'impresa quando lo yen si deprezza nei confronti del dollaro?

Risposta

Quando lo yen si deprezza rispetto al dollaro, i costi dell'azienda salgono. Questo di conseguenza comporta una diminuzione dei profitti. D'altro canto, se l'azienda esporta prodotti negli Stati Uniti, può aumentare il prezzo in yen (senza modificare il prezzo in dollari) in modo da ottenere qualche effetto di compensazione. Nell'insieme, tuttavia, un'impresa che sostiene costi considerevoli per input importati non gode per il deprezzamento della valuta nazionale.

4. Calcolate i tassi di rendimento in dollari delle seguenti attività:
 - a) un quadro il cui prezzo sale da 200.000 a 250.000 dollari nel corso di un anno;
 - b) una bottiglia rara di vino di Borgogna, un Domaine de la Romanée-Conti del 1978, il cui prezzo sale da 225 a 275 dollari tra il 2013 e il 2014;
 - c) un deposito di 10.000 sterline presso una banca londinese, in un anno in cui il tasso di interesse sui depositi in sterline è del 10% e il tasso di cambio dollaro/sterlina passa da 1,50 dollari per sterlina a 1,38 dollari per sterlina.

Risposta

I tassi di rendimento in dollari sono i seguenti:

- a) $(\$250.000 - \$200.000)/\$200.000 = 0,25$.

b) $(\$275 - \$255)/\$255 = 0,08$.

c) Questo rendimento si compone di due parti. Uno è la perdita dovuta all'apprezzamento del dollaro, pari a $(\$1,38 - \$1,50)/\$1,50 = -0,08$. L'altra parte del rendimento è data dagli interessi pagati dalla banca di Londra sul deposito, pari al 10% (l'ammontare del deposito è ininfluente per il calcolo del tasso di rendimento). In termini di dollari, il rendimento realizzato sul deposito londinese è quindi pari al 2% all'anno.

5. Quale sarebbe il tasso di rendimento reale sulle attività descritte nell'esercizio precedente, se le variazioni di prezzo indicate si accompagnassero a un simultaneo incremento del 10% di tutti i prezzi in dollari?

Risposta

Si osservi in questo caso che l'ordinamento dei rendimenti delle tre attività è uguale sia che si calcolino rendimenti reali o rendimenti nominali.

- a) Il tasso di rendimento reale del quadro sarebbe pari al $25\% - 10\% = 15\%$. Questo rendimento potrebbe anche essere calcolato trovando prima la parte dell'aumento nominale di \$50.000 del prezzo del quadro dovuta all'inflazione (\$20.000), trovando poi la parte dell'aumento nominale dovuta invece all'apprezzamento reale (\$30.000) e calcolando infine il tasso di rendimento reale appropriato ($\$30.000/\$200.000 = 0,15$).
- b) Ancora una volta, sottraendo il tasso di inflazione dal rendimento nominale, otteniamo $8\% - 10\% = -2\%$.
- c) $2\% - 10\% = -8\%$.

6. Assumete che il tasso di interesse in dollari e in sterline sia uguale e pari al 5% annuo. Qual è la relazione tra il tasso di cambio corrente dollaro/sterlina di equilibrio e il suo livello futuro atteso? Supponete che il tasso di cambio futuro atteso sia di 1,52 dollari per sterlina, e che esso rimanga costante, mentre il tasso di interesse aumenta in Gran Bretagna fino al 10%. Se anche negli Stati Uniti il tasso di interesse rimane costante, qual è il nuovo livello di equilibrio del tasso di cambio dollaro/sterlina?

Risposta

Il tasso di cambio di equilibrio corrente deve essere uguale al suo livello futuro atteso in quanto, con l'eguaglianza dei tassi di interesse nominali, non ci può essere alcun aumento atteso o diminuzione attesa nel tasso di cambio dollaro/sterlina di equilibrio. Se il tasso di cambio atteso rimane a 1,52 dollari per sterlina e il tasso d'interesse della sterlina sale al 10% (5% in più rispetto ai tassi di interesse statunitensi), la parità dei tassi di interessi viene soddisfatta solo se il tasso di cambio corrente cambia in modo da avere un apprezzamento atteso del dollaro pari al 5%. Questo avverrà quando il tasso di cambio sale a \$ 1,60 per sterlina (un deprezzamento del dollaro rispetto alla sterlina).

7. Gli operatori vengono improvvisamente a sapere che il tasso di interesse in dollari diminuirà nel prossimo futuro. Utilizzate l'analisi grafica introdotta in questo capitolo per determinare l'effetto sul tasso di cambio corrente dollaro/euro, nell'ipotesi che il tasso di interesse corrente sui depositi in dollari e in euro non cambi.

Risposta

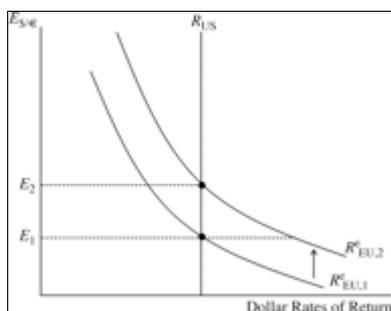
Se gli operatori del mercato vengono a sapere che il tasso di interesse in dollari diminuirà nel prossimo futuro, rivedranno verso l'alto la loro aspettativa di deprezzamento futuro del dollaro sul mercato dei cambi. Dati il tasso di cambio e i tassi di interesse correnti, abbiamo quindi un aumento del tasso di rendimento in dollari atteso sui depositi in euro da $R_{EU,1}^e$ a $R_{EU,2}^e$. Al tasso di cambio corrente di E_1 , il rendimento in dollari di un'attività europea è superiore alla rendimento in dollari su un'attività americana. Dato che gli investitori dirotteranno i propri capitali verso le attività europee, il dollaro si deprezza rispetto all'euro. Questo comporta una diminuzione della rendimenti in dollari sulle attività europee finché non verrà ripristinata la parità dei tassi di interesse al nuovo tasso di cambio E_2 .

8. Abbiamo già notato che potevamo presentare l'analisi grafica dell'equilibrio sul mercato dei cambi dal punto di vista degli operatori europei, utilizzando il tasso di cambio euro/dollaro $E\$/\$$ ($= 1 / E\$/\$$) sull'asse verticale, una curva verticale al livello $R\%$ per indicare i rendimenti in euro sui depositi in euro e una curva inclinata negativamente per mostrare la relazione tra i

rendimenti in euro sui depositi in dollari e il tasso di cambio E€/\$. Fornite ora questa rappresentazione alternativa dell'equilibrio e utilizzatela per esaminare gli effetti di variazioni nei tassi di interesse e nei tassi di cambio futuri attesi. Le risposte ottenute risultano in accordo con quelle del testo?

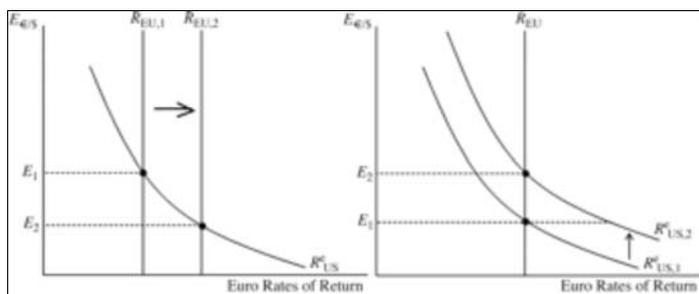
Risposta

L'analisi sarà parallela a quella del testo. Come mostrato nei diagrammi illustrativi, uno spostamento verso il basso lungo l'asse verticale nel nuovo grafico, tuttavia, viene interpretato come un apprezzamento dell'euro e un deprezzamento del dollaro invece che il contrario. Inoltre, l'asse orizzontale ora misura il tasso d'interesse in euro.



Tassi di rendimento in dollari

I due diagrammi seguenti mostrano gli effetti di un aumento dei tassi d'interesse europei e di un aumento del tasso di cambio futuro atteso in termini di euro per dollaro. Nel primo caso, un aumento dei tassi d'interesse europei fa aumentare il rendimento in euro su un'attività europea; tale rendimento diventa superiore ai rendimenti in euro su un'attività americana. Questo comporterà una diminuzione del tasso di cambio (apprezzamento dell'euro, deprezzamento del dollaro) da E_1 a E_2 .



Tassi di rendimento in euro

Nel secondo caso, l'apprezzamento atteso del dollaro fa aumentare il rendimento in euro su un'attività americana da $R_{US,1}^e$ a $R_{US,2}^e$. Al tasso di cambio corrente, le attività americane pagano un rendimento in euro superiore e il tasso di cambio deve aumentare (deprezzamento dell'euro, apprezzamento del dollaro) per ripristinare la parità dei tassi d'interesse.

9. Il New York Times del 7 agosto del 1989 riportava la seguente notizia ("Dollar's Strength a Surprise", p. D1): "Sembra che adesso l'economia stia andando verso un 'atterraggio morbido', con l'economia che rallenta in modo significativo e l'inflazione che cala, ma senza subire una vera recessione.

Questa prospettiva è positiva per il dollaro per due ragioni. Una simile situazione non è negativa quanto una recessione, così gli investimenti stranieri che sostengono il dollaro verosimilmente non cesseranno.

Inoltre questa situazione di debolezza non costringerà la Federal Reserve ad abbassare di molto i tassi di interesse per stimolare la crescita. I tassi di interesse in calo possono mettere sotto pressione il dollaro, perché rendono gli investimenti in dollari meno attraenti agli occhi degli investitori stranieri, sveltiti a vendere le attività in dollari. Infine, l'ottimismo delle aspettative in un periodo debole può anche neutralizzare alcune delle pressioni sul dollaro derivanti da tassi di interesse più bassi."

a) Come interpretereste il terzo paragrafo di questo articolo utilizzando il modello di determinazione del tasso di cambio studiato in questo capitolo?

b) Quali ulteriori fattori importanti nella determinazione del cambio potrebbero aiutarvi a spiegare il secondo paragrafo?

Risposta

a) Se la Federal Reserve spingesse verso il basso i tassi di interesse, con un tasso di cambio futuro atteso invariato, il dollaro si deprezzerebbe (osservate che l'articolo utilizza il termine "mettere sotto pressione" per indicare una pressione per il deprezzamento del dollaro). Se si verifica un "atterraggio morbido", e la Federal Reserve non diminuisce i tassi d'interesse, questo deprezzamento del dollaro non si verificherà.

b) Gli effetti "di disturbo" di una recessione rendono più rischiosa la scelta di detenere dollari. Le attività rischiose devono offrire qualche compensazione aggiuntiva, in modo che le persone siano disposte a detenerle invece che optare per altre attività meno rischiose. Questa compensazione aggiuntiva potrebbe assumere la forma di un maggiore apprezzamento atteso della valuta in cui l'attività è detenuta. Dato il valore futuro atteso del tasso di cambio, si ottiene un maggiore apprezzamento atteso attraverso un tasso di cambio maggiormente deprezzato oggi. Quindi, una recessione che abbia un'azione di disturbo e renda più rischiose le attività in dollari provocherà un deprezzamento del dollaro.

10. Supponete che i tassi di cambio del dollaro nei confronti dell'euro e dello yen siano ugualmente flessibili. Tuttavia, l'euro tende a deprezzarsi in modo inatteso nei confronti del dollaro quando i rendimenti forniti dal resto della ricchezza risultano inaspettatamente elevati. Al contrario, nella stessa situazione lo yen tende ad apprezzarsi in modo inatteso. Se foste un cittadino statunitense, quale delle due valute, euro o yen, considerereste più rischiosa?

Risposta

L'euro sarebbe meno rischioso. Quando il rendimento del resto della ricchezza diminuisce, l'euro tende ad apprezzarsi, attenuando le perdite con l'offerta di un rendimento relativamente elevato in termini di dollari. Le perdite sulle attività in euro, dall'altro lato, tendono a verificarsi quando risultano meno dolorose, ossia quando il resto della ricchezza è inaspettatamente elevato. La scelta di detenere euro riduce pertanto la variabilità della ricchezza totale.

11. C'è qualche argomento presentato in questo capitolo che vi porta a credere che i depositi in dollari possano avere caratteristiche di liquidità diverse da quelle dei depositi denominati in altre valute? Se così fosse, in che modo queste differenze influenzerebbero il differenziale di rendimento, per esempio fra i depositi in dollari e quelli in pesos messicani? Avete qualche idea su come la liquidità dei depositi in euro possa variare nel tempo?

Risposta

Nel capitolo si afferma che la maggior parte delle transazioni in valuta estera tra banche (che rappresentano la grande maggioranza delle transazioni in valuta estera) implicano scambi di valute estere contro dollari statunitensi, anche quando la transazione finale implica la vendita di una valuta diversa dal dollaro per un'altra valuta diversa dal dollaro. Questo ruolo centrale fa del dollaro una valuta chiave nelle transazioni internazionali. Il motivo per cui il dollaro funge da valuta chiave è il fatto di essere la più liquida delle valute, in quanto è facile trovare operatori disposti a scambiare valute straniere per dollari. La maggiore liquidità del dollaro in confronto, per esempio, a quella del peso messicano, significa che gli operatori sono più disposti a detenere dollari rispetto a pesos; quindi i depositi in dollari possono offrire un tasso di interesse inferiore, per qualunque tasso di deprezzamento atteso rispetto a una valuta terza, rispetto ai depositi in pesos allo stesso tasso di deprezzamento atteso rispetto alla stessa valuta terza. Con la sempre maggiore integrazione del mercato dei capitali mondiale, i vantaggi di liquidità dei depositi in dollari in confronto ai depositi in euro sono probabilmente destinate a diminuire. L'euro rappresenta un'economia grande quanto quella degli Stati Uniti, pertanto è possibile che assumerà parte del ruolo chiave del dollaro, riducendo quasi zero i vantaggi di liquidità. Al momento della sua introduzione nel 1999, l'euro tuttavia non aveva storia come valuta, pertanto alcuni investitori probabilmente hanno preferito essere prudenti e attendere di vedere dei riscontri. Dato però che l'euro si è ormai maggiormente stabilizzato, il vantaggio di liquidità del dollaro dovrebbe diminuire (benché lentamente).

12. Nell'ottobre del 1979 la Banca Centrale degli Stati Uniti (Federal Reserve) annunciò che avrebbe esercitato un ruolo meno attivo nel limitare le fluttuazioni dei tassi di interesse in dollari. Dopo che questo annuncio venne messo in pratica, il tasso di cambio del dollaro nei confronti delle altre valute divenne più volatile. L'analisi dei mercati valutari esposta in precedenza suggerisce qualche relazione tra questi due fatti?

Risposta

La condizione di parità dei tassi di interesse ci dice che tassi di interesse e tassi di cambio sono direttamente collegati. Quando i tassi d'interesse diventano più volatili, lo stesso avviene con i tassi di cambio. Ad esempio, supponiamo che la Banca Centrale Europea limiti attivamente le fluttuazioni dei tassi di interesse dell'euro mentre la Federal Reserve non intervenga per mantenere stabili i tassi di interesse dal dollaro. La parità di tassi di interesse afferma che:

$$R_{US} - R_{EU} = (E_{\$/\epsilon}^e - E_{\$/\epsilon}) / E_{\$/\epsilon}$$

Se la parte sinistra di quest'equazione diventa più volatile, lo stesso deve avvenire sul lato destro. Supponendo che le aspettative rimangano invariate, questo aumento in volatilità si rifletterà in una maggiore variabilità del tasso di cambio.

13. Immaginate che nel mondo ogni operatore debba pagare un'imposta pari al t sui redditi da interessi e su qualsiasi guadagno in conto capitale dovuto a variazioni nei tassi di cambio. In che modo tale imposta modificherebbe l'analisi della condizione di parità dei tassi di interesse? Come si modificherebbe la risposta se l'imposta si applicasse solamente ai redditi da interessi, ma non sui guadagni in conto capitale?

Risposta

Un'imposta sui redditi da interessi e sui guadagni in conto capitale lascia invariata la condizione di parità degli interessi, dal momento che tutti i suoi componenti vengono moltiplicati per uno meno l'aliquota d'imposta per ottenere i rendimenti al netto delle imposte. Se i guadagni in conto capitale non sono soggetti a imposte, il termine di deprezzamento atteso nella condizione di parità dei tassi di interesse deve essere diviso per uno meno l'aliquota d'imposta. Il componente del rendimento estero dovuto a guadagni in conto capitale ora ha un valore maggiore rispetto ai pagamenti di interessi perché non è soggetto a imposte.

14. Supponete che il tasso di cambio a termine dollaro/euro con scadenza annuale sia pari a 1,26 dollari per euro, mentre il tasso di cambio a pronti è pari a 1,2 dollari per euro. Qual è il premio a termine sull'euro (lo sconto a termine sul dollaro)? Qual è la differenza tra il tasso di interesse su un deposito annuale in dollari e quello su un deposito annuale in euro (assumendo che non vi siano rischi di insolvenza)?

Risposta

Il premio al termine può essere calcolato come descritto nell'Appendice. In questo caso, il premio al termine sull'euro è $(1,26 - 1,20)/1,20 = 0,05$. La differenza del tasso d'interesse tra un deposito annuale in dollari e un deposito non in euro sarà del 5%, perché la differenza di interessi deve essere uguale al premio termine sull'euro rispetto al dollaro quando vale la parità coperta.

15. La moneta unica europea, l'euro, è stata introdotta nel gennaio del 1999, sostituendo le valute di 11 paesi membri, inclusi Francia, Germania, Italia e Spagna (ma non il Regno Unito; si veda il Capitolo 9). Ritenete che, immediatamente dopo l'introduzione dell'euro, il valore degli scambi di valuta estera contro euro fosse maggiore o minore del valore in euro degli scambi di valuta estera contro le 11 valute originarie? Motivate la vostra risposta.

Risposta

Il valore dovrà essere minore, in quanto viene a mancare la necessità di impegnarsi in scambi di valuta estera in ambito europeo. Questo rappresenta i risparmi di costi di transazioni previsti derivanti dall'euro. Allo stesso tempo, l'importanza dell'euro come valuta internazionale potrebbero generare maggiori scambi in euro, in quanto un numero maggiore di investitori (dalle banche centrali ai singoli investitori) scelgono di detenere i propri fondi in euro o di denominare le transazioni in euro. Al netto di tutto questo, tuttavia, ci aspetteremmo che il valore degli scambi di valuta estera contro l'euro fosse minore della somma degli scambi generati dalle valute precedenti.

16. Le imprese multinazionali generalmente hanno impianti produttivi in molti paesi. Di conseguenza, a seguito dei numerosi cambiamenti economici, possono spostare alcune fasi del processo produttivo da luoghi costosi a luoghi meno cari, un fenomeno chiamato outsourcing, in cui un'impresa domestica sposta parte del suo processo produttivo all'estero. Se il dollaro si deprezza, che cosa pensate accada all'outsourcing delle multinazionali statunitensi? Spiegate e fornite un esempio.

Risposta

Se il dollaro si deprezzasse, mantenendo uguali tutte le altre condizioni, ci aspetteremmo una diminuzione dell'outsourcing. Se, come indica il problema, buona parte dell'outsourcing è un tentativo di spostare la produzione in luoghi relativamente meno costosi, gli Stati Uniti diventano relativamente più economici in caso di deprezzamento del dollaro. Benché potrebbe non essere una destinazione meno cara come altri luoghi, a margine, il costo del lavoro negli Stati Uniti sarà diventato relativamente meno caro, inducendo alcune imprese a scegliere di mantenere la produzione nel paese. Ad esempio potremmo dire che, se il costo della manodopera per la produzione di un computer in Malesia fosse di \$ 220 e il costo di trasporto aggiuntivo fosse di \$ 50, ma i costi complessivi negli Stati Uniti fossero di \$ 300, ci aspetteremmo che l'impresa opti per l'outsourcing. Se però il dollaro si deprezzasse del 20% rispetto al ringitt malese, il costo della manodopera in Malesia a questo punto diventerebbe di \$ 264 (ossia, del 20% maggiore in termini di dollari, ma invariato in valuta locale). Questo, sommato al costo di trasporto, rende la produzione in Malesia più costosa rispetto agli Stati Uniti; l'outsourcing diventa pertanto un'opzione meno accattivante.

F

[Home](#) [Capitolo 4 - Moneta, tassi di interesse e tassi di cambio](#) [Problemi con soluzione](#)

Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

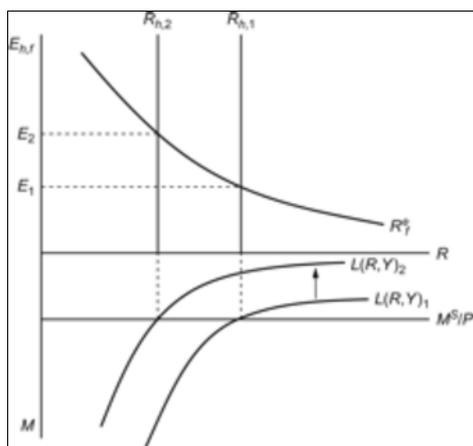
Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Supponete che vi sia una riduzione della domanda reale aggregata di moneta e cioè uno spostamento negativo della funzione di domanda reale aggregata di moneta. Illustrate gli effetti di breve e di lungo periodo sul tasso di cambio, sul tasso di interesse e sul livello dei prezzi.

Risposta

Una riduzione della domanda di moneta in un paese provoca una riduzione dei tassi di interesse interni da $R_{h,1}$ a $R_{h,2}$. Senza alcuna variazione nelle aspettative, si avrà un deprezzamento della valuta del paese da E_1 a E_2 in quanto gli investitori dirottano i propri risparmi verso attività estere che pagano interessi più alti.



Nel lungo periodo, l'incremento della spesa in prodotti nazionali (favorito da tassi di interesse inferiori e da una valuta deprezzata) porterà a un aumento dei prezzi nel paese. Questo comporterà uno spostamento verso l'interno dell'offerta reale di moneta verso un punto in cui i tassi di interesse nazionali torneranno al loro livello originale $R_{h,1}$ e il tasso di cambio scenderà nuovamente a E_1 .

2. Che cosa pensate succederebbe alla domanda reale aggregata di moneta di un paese se la sua popolazione diminuisse? Sarebbe rilevante il fatto che tale diminuzione avvenisse a causa del calo del numero delle famiglie o della loro dimensione media?

Risposta

La diminuzione della popolazione di un paese comporterebbe una riduzione della domanda di moneta, a parità di tutte le altre condizioni, in quanto una popolazione numericamente inferiore effettuerebbe meno transazioni, con una conseguente riduzione della domanda di moneta. Questo effetto sarebbe probabilmente più pronunciato nel caso in cui la diminuzione della popolazione fosse dovuta a una riduzione del numero di famiglie piuttosto che della dimensione media di una famiglia; in questo secondo caso, infatti, la diminuzione della popolazione sarebbe dovuta a una riduzione del numero di bambini, che generano una domanda di moneta destinata a eseguire transazioni relativamente piccola in confronto a quella degli adulti. L'effetto sulla funzione della domanda aggregata di moneta dipende dal fatto che non vi siano variazioni del reddito commisurate con la variazione nella popolazione;

in caso contrario, la variazione nel reddito fungerebbe da cuscinetto per la variazione nella popolazione, senza alcun effetto sulla funzione della domanda aggregata di moneta.

3. La *velocità di circolazione della moneta*, V , è definita dal rapporto tra il PNL e le scorte reali di moneta, $V = Y / (M/P)$, secondo la notazione di questo capitolo. Usate l'Equazione 4.4 per derivare un'espressione della velocità e spiegate come essa varia al variare di R e di Y . (Suggerimento: l'effetto di una variazione del prodotto su V dipende dall'elasticità della domanda aggregata di moneta rispetto al prodotto, che gli economisti ritengono essere inferiore a uno.) Qual è la relazione fra la velocità di circolazione della moneta e il tasso di cambio?

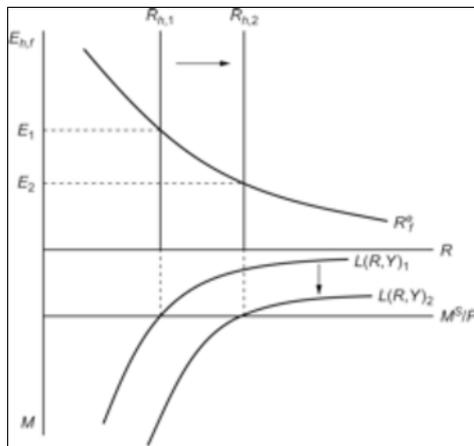
Risposta

L'equazione 4-4 è $M^s/P = L(R, Y)$. La velocità di circolazione della moneta, $V = Y/(M/P)$. Quindi, quando c'è equilibrio nel mercato monetario e la domanda di moneta è uguale all'offerta di moneta, abbiamo $V = Y/L(R, Y)$. Quando R aumenta, $L(R, Y)$ diminuisce e la velocità di circolazione aumenta. Quando Y aumenta, $L(R, Y)$ aumenta in misura minore (in quanto l'elasticità della domanda aggregata di moneta rispetto al reddito reale è minore di uno) e la frazione $Y/L(R, Y)$ aumenta. Pertanto, la velocità di circolazione aumenta con un incremento del tasso d'interesse o un incremento nel reddito. Dal momento che un incremento dei tassi di interesse, così come del reddito, causano un apprezzamento del tasso di cambio, un aumento della velocità di circolazione della moneta è associato con un apprezzamento del tasso di cambio.

4. Qual è l'effetto di breve periodo sul tasso di cambio di un aumento del livello del PNL in termini reali, date le aspettative sul tasso di cambio?

Risposta

Un incremento del livello del PNL in termini reali avrà come effetto un aumento della domanda reale di moneta interna. Questo provocherà un aumento dei tassi di interesse reali interni da $R_{n,1}$ a $R_{n,2}$, come illustrato sotto. Senza variazioni a livello di aspettative, ci sarà un apprezzamento della valuta nazionale da E_1 a E_2 in quanto gli investitori canalizzeranno i loro risparmi in attività del paese.



5. La nostra discussione sull'utilità della moneta come mezzo di scambio e unità di conto vi suggerisce perché alcune valute diventino "valute chiave" (*vehicle currency*) sul mercato dei cambi? (Il concetto di valuta chiave è stato discusso nel Capitolo 3.)

Risposta

Proprio come la moneta semplifica i calcoli economici all'interno di un paese, l'uso di una valuta chiave per le transazioni internazionali riduce i costi di calcolo. Ancora più importante, tante più sono le valute utilizzate nel commercio, quanto più questo tende ad assomigliare al baratto, in quanto chi riceve un pagamento in una valuta di cui non ha bisogno deve poi venderla per ottenere una valuta che gli occorre. Questo processo è molto meno costoso quando esiste un mercato pronto nel quale qualunque valuta non chiave possa essere scambiata contro la valuta chiave, che quindi interpreta appieno il ruolo di un mezzo di

scambio generalmente accettato.

6. Se una riforma monetaria non ha effetti sulle variabili reali dell'economia, perché i governi generalmente intraprendono riforme monetarie assieme a più ampi programmi di politica economica volti a fermare casi di elevata inflazione? (Vi sono stati molti altri esempi, oltre a quello turco esaminato nel testo. Casi recenti includono la scelta di Israele di passare dalla sterlina allo shekel, dell'Argentina di passare dal peso all'austral e di nuovo al peso, e del Brasile di passare dal cruzeiro al cruzado, dal cruzado al cruzeiro, dal cruzeiro al cruzeiro real e dal cruzeiro real al real, l'attuale valuta introdotta nel 1994.)

Risposta

Le riforme monetarie spesso vengono istituite in combinazione con altre politiche che tentano di abbassare il tasso di inflazione. L'introduzione di una nuova valuta al momento di un cambiamento di regime di politica economica potrebbe avere un effetto psicologico; tale effetto consente ai governi di partire da zero e di indurre le persone a riconsiderare le loro aspettative in merito all'inflazione. L'esperienza mostra tuttavia che tali effetti psicologici non possono da soli determinare il successo di un piano di stabilizzazione, se questo non è sostenuto da politiche concrete di riduzione della crescita monetaria.

7. Immaginate che la banca centrale di un paese con disoccupazione raddoppi l'offerta di moneta. Nel lungo periodo, si ripristina la piena occupazione e la produzione converge al livello di pieno impiego. Sotto la (implausibile) ipotesi che il tasso di interesse si trovi al suo livello di lungo periodo prima dell'aumento dell'offerta di moneta, l'aumento di lungo periodo del livello dei prezzi sarà più o meno che proporzionale all'incremento dell'offerta di moneta? Cosa succederebbe invece se il tasso di interesse fosse inizialmente inferiore al suo livello di lungo periodo (ipotesi più plausibile)?

Risposta

Il tasso d'interesse all'inizio e quello alla fine di questo esperimento sono uguali. Il rapporto della moneta con i prezzi (il livello dei saldi monetari reali) deve essere maggiore quando si ripristina la piena occupazione rispetto allo stato iniziale caratterizzato da disoccupazione: La condizione di equilibrio del mercato monetario può essere soddisfatta solo con un livello più elevato dei saldi monetari reali, se il PNL è più elevato. Quindi, il livello dei prezzi aumenta, ma in misura minore rispetto all'incremento dell'offerta di moneta. Nel caso in cui il tasso d'interesse inizialmente fosse inferiore al suo livello del periodo, il risultato finale sarà un PNL più alto e tassi di interesse più elevati. In questo caso, il livello finale dei saldi monetari reali può essere maggiore o minore rispetto all'iniziale e non è possibile stabilire in modo non ambiguo se il livello dei prezzi sia più che raddoppiato, meno che raddoppiato o esattamente raddoppiato.

8. Fra il 1984 e il 1985, l'offerta di moneta negli Stati Uniti aumentò da 570,3 a 641 miliardi di dollari, mentre in Brasile passò da 24,4 a 106,1 miliardi di cruzado. Nello stesso periodo, l'indice dei prezzi al consumo degli Stati Uniti aumentò da 96,6 a 100, mentre l'indice corrispondente brasiliano passò da 31 a 100. Calcolate i tassi di crescita dell'offerta di moneta e il tasso di inflazione per il periodo 1984-1985 negli Stati Uniti e in Brasile. Ipotizzando che gli altri fattori che influenzano i mercati monetari non si siano modificati troppo, in che modo questi dati si rapportano alle previsioni del modello di questo capitolo? Come spieghereste le variazioni apparentemente diverse dei prezzi degli Stati Uniti rispetto a quelli brasiliani?

Risposta

Negli anni 1984-1985 il tasso di crescita dell'offerta di moneta negli Stati Uniti era del 12,4% ($100\% \times (641,0 - 570,3) / 570,3$), mentre in Brasile era del 334,8% ($100\% \times (106,1 - 24,4) / 24,4$). Il tasso di inflazione negli Stati Uniti in questo periodo era del 3,5%, mentre in Brasile era del 222,6%. La variazione dei saldi monetari reali negli Stati Uniti era circa pari al $12,4\% - 3,5\% = 8,9\%$, mentre in Brasile era circa del $334,8\% - 222,6\% = 112,2\%$. La piccola variazione del livello dei prezzi degli Stati Uniti in relazione alla variazione della sua offerta di moneta in confronto a quella del Brasile potrebbe essere dovuta a una maggiore rigidità dei prezzi di breve periodo negli Stati Uniti; la variazione del livello dei prezzi negli Stati Uniti rappresenta il 28% della variazione dell'offerta di moneta ($(3,5/12,4) \times 100\%$), mentre in Brasile questa cifra è del 66% ($(222,6/334,8) \times 100\%$). Ci sono tuttavia grandi differenze tra la crescita dell'offerta di moneta e la crescita del livello dei prezzi in entrambi i

paesi, che mette in dubbio l'ipotesi della neutralità della moneta nel breve periodo per entrambi i paesi.

9. Continuando il Problema 8, notate che, nel 1985, il valore monetario del pro-dotto era pari a 4.010 miliardi di dollari negli Stati Uniti e a 1.418 miliardi di cruzado in Brasile. Fate riferimento al Problema 3 e calcolate la velocità di circolazione della moneta nel 1985 nei due paesi. Per quali motivi la velocità era così tanto più alta in Brasile?

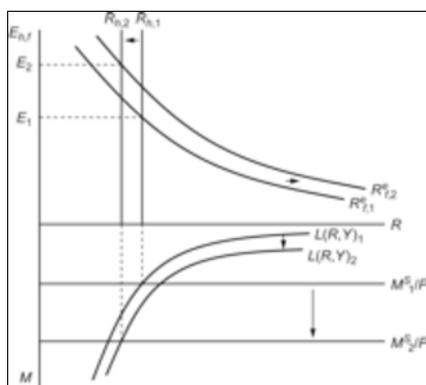
Risposta

La velocità di circolazione della moneta è definita come il reddito reale diviso per i saldi monetari reali o, in modo equivalente, al reddito nominale diviso per i saldi monetari nominali ($V = P \times Y/M$). Nel 1985, la velocità di circolazione della moneta in Brasile era di 13,4 (1418/106,1), mentre negli Stati Uniti era pari a 6,3 (4010/641). Queste differenze di velocità si riflettevano nella differenza dei costi per la scelta di detenere cruzados rispetto a detenere dollari. Questi costi diversi erano dovuti all'elevato tasso di inflazione in Brasile, che erodeva rapidamente il valore dei cruzados inutilizzati, mentre il tasso di inflazione relativamente basso negli Stati Uniti aveva un effetto molto meno deleterio sul valore dei dollari.

10. Nella nostra discussione sull'*overshooting* del tasso di cambio di breve periodo, abbiamo supposto che la produzione reale fosse data. Assumiamo invece che nel breve periodo un incremento dell'offerta di moneta accresca il livello di produzione reale (un'ipotesi che sarà giustificata nel Capitolo 6). In che modo questo fatto influisce sull'iper-reazione del tasso di cambio data dall'aumento dell'offerta di moneta? È possibile che il tasso di cambio evidenzi un *undershooting*? (Suggerimento: nella Figura 4.12a permettete lo spostamento della curva di domanda di moneta reale a seguito dell'aumento del livello di produzione.)

Risposta

Se un aumento dell'offerta di moneta induce una crescita del livello di produzione reale nel breve periodo, allora la diminuzione a breve termine del tasso d'interesse reale non sarà pronunciata come nel caso dell'assenza di un aumento del livello di produzione reale. Nel diagramma seguente, l'offerta di moneta aumenta da $M_{s,1}$ a $M_{s,2}$. Questo provoca una crescita del livello di produzione reale da Y_1 a Y_2 e sposta la curva della domanda reale di moneta verso l'esterno da $L(R, Y_1)$ a $L(R, Y_2)$. Nel diagramma che segue, gli spostamenti risultanti portano a una riduzione dei tassi d'interesse da $R_{h,1}$ a $R_{h,2}$, inferiore al calo dei tassi di interesse che avrebbe prevalso nel caso in cui la domanda reale di moneta non si fosse spostata (si osservi che si sarebbe potuto verificare un effettivo aumento dei tassi d'interesse nel caso in cui l'incremento della domanda reale di moneta fosse proporzionalmente maggiore rispetto all'aumento dell'offerta nominale di moneta. In questo caso, avremmo un *undershooting* del tasso di cambio, con il tasso di cambio di breve periodo al di sotto del suo livello lungo periodo). Tornando al diagramma del tasso di cambio, si verificano due eventi. Per prima cosa, il calo dei tassi di interesse genera uno spostamento del rendimento delle attività del paese da $R_{h,1}$ a $R_{h,2}$. In secondo luogo, si verifica una variazione nelle aspettative, in quanto gli agenti prevedono che la valuta nazionale si deprezzerà nel momento in cui i prezzi all'interno del paese aumenteranno in futuro. Questo sposta il rendimento atteso dalle attività estere da $E_{f,1}^e$ a $E_{f,2}^e$. Come conseguenza di questi spostamenti, la valuta nazionale si deprezzerà da E_1 a E_2 . Tuttavia, la diminuzione del valore della valuta nazionale non è grave come sarebbe potuta essere se non ci fosse stato un aumento del livello di produzione (limitando quindi la diminuzione dei tassi di interesse).



Nel lungo periodo, i prezzi all'interno del paese aumenteranno, riportando l'offerta reale di moneta al suo livello originale e secondo quanto affermato nel testo del problema, riportando il livello di produzione a Y_1 . Questo comporterà un aumento dei tassi di interesse e, senza variazioni nella rendimento atteso sull'attività estere, porterà alla stabilizzazione del tasso di cambio a un valore compreso tra E_1 ed E_2 . L'estensione dell'overshooting in questo scenario è minore di quella che si ha quando la variazioni nell'offerta di moneta non hanno effetto sul livello di produzione, perché la variazione nella produzione limita la portata della politica monetaria sui tassi d'interesse reali.

11. La Figura 3.2 mostra che il tasso di interesse a breve in Giappone ha attraversato periodi in cui è stato prossimo o addirittura uguale a zero. Il fatto che i tassi di interesse in yen riportati nella figura non siano mai diventati negativi è solo una coincidenza, o riuscite a trovare qualche spiegazione del perché i tassi di interesse sono vincolati dal basso al valore zero?

Risposta

Quando il tasso d'interesse scende, le persone preferiscono detenere una maggiore quantità di denaro contante e meno attività finanziarie. Se i tassi di interesse scendessero sotto lo zero, le persone preferirebbero assolutamente il contante alle attività finanziarie, in quanto il rendimento zero del contante prevarrebbe su qualunque rendimento negativo. Quindi, i tassi di interesse non possono scendere sotto lo zero, perché nessuno detterebbe un'attività finanziaria con un tasso di rendimento negativo quando esiste un'altra attività a tasso di rendimento zero (il contante).

12. In che modo un tasso di interesse pari a zero potrebbe complicare il compito della politica monetaria? (Suggerimento: a un tasso di interesse nullo, non c'è alcun vantaggio ad acquistare titoli anziché detenere moneta).

Risposta

Una chiara complicazione introdotta da un tasso di interesse zero è che la banca centrale è "senza munizioni". Infatti non può letteralmente ridurre ulteriormente i tassi di interesse, e quindi potrebbe avere difficoltà a rispondere alle eventuali scosse che potrebbero colpire l'economia nel tempo. La banca centrale tuttavia non è completamente senza potere, perché può stampare moneta e cercare di aumentare l'inflazione (aumentare l'inflazione con un tasso d'interesse zero costante significherebbe una diminuzione del tasso d'interesse reale) per stimolare l'economia; gli strumenti di intervento standard non sono però operativi. Come mostrerà l'ulteriore discussione nel Capitolo 6, un tasso di interesse zero può anche essere sintomo di una incapacità di risposta dell'economia a bassi tassi di interesse.

13. Come abbiamo osservato in questo capitolo, in genere le banche centrali, invece di stabilire un livello per l'offerta di moneta, stabiliscono un livello obiettivo per un tasso di interesse a breve termine, tenendosi pronte a dare o prendere a prestito qualsiasi ammontare di moneta gli agenti volessero detenere a quel tasso. (Quando gli agenti richiedono un maggiore quantitativo di moneta per motivi diversi da un cambiamento del tasso di interesse, pertanto, l'offerta di moneta aumenta, mentre essa si riduce quando gli agenti richiedono meno moneta).
- a) Descrivete quali problemi potrebbero sorgere se la banca centrale conducesse la politica monetaria tenendo fisso il tasso di interesse di mercato. (Considerate prima il caso di prezzi flessibili, e chiedetevi se è possibile trovare un unico livello dei prezzi di equilibrio quando la banca centrale dà agli agenti tutto l'ammontare di moneta che essi vorrebbero detenere al tasso di interesse fissato. Quindi, considerate il caso di prezzi rigidi.)

b) Cambierebbe la situazione se la banca centrale aumentasse il tasso di interesse quando i prezzi sono alti, sulla base di una relazione tipo $R - R_0 = a(P - P_0)$, dove a è una costante positiva e P_0 è un livello obiettivo dei prezzi?

c) Supponete che la regola di politica monetaria della banca centrale sia $R - R_0 = a(P - P_0) + u$, dove u è uno shock casuale nel tasso di interesse di policy. Nel modello di overshooting illustrato nella Figura 4.12, descrivete come si aggiusterebbe l'economia in seguito a una riduzione permanente, inattesa e una tantum del termine casuale u , e perché. Potete interpretare la riduzione di u come una riduzione del tasso di interesse da parte della banca centrale, e dunque come un'azione di politica monetaria espansiva. Confrontate i vostri risultati con quelli rappresentati nella Figura 4.13.

Risposta

a) Se la moneta si regola automaticamente alle variazioni del livello dei prezzi, un numero qualunque di combinazioni di moneta e prezzi potrebbe soddisfare le equazioni di offerta di moneta/domanda di moneta. Non ci sarebbe una soluzione unica.

b) Sì, una regola come questa aiuterebbe ad ancorare il livello dei prezzi ed implicherebbe che non esiste più un numero infinito di combinazioni di moneta e prezzo in grado di soddisfare l'offerta di moneta e la domanda di moneta.

c) Una riduzione permanente, inattesa e una tantum del termine casuale " u " implicherebbe che R dovrebbe diminuire finché i prezzi non abbiano una possibilità di aumentare e bilanciare l'equazione. All'aumento dei prezzi, R tornerebbe al suo livello iniziale. La storia descritta è essenzialmente identica a quella della Figura 4.13. Il tasso d'interesse diminuirebbe per poi aumentare lentamente nel tempo, mentre il livello dei prezzi sarebbe statico in partenza per poi aumentare nel tempo. Il tasso di cambio dovrebbe subire un overshooting (supponendo che le aspettative siano legate ai prezzi futuri nello stesso modo descritto nel testo).



Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Supponete che il tasso di inflazione annuale in Russia sia del 100% e che il tasso di inflazione in Svizzera sia invece solo del 5%. Sulla base della formulazione della PPP in termini relativi, cosa dovrebbe accadere nel corso di un anno al tasso di cambio tra franco svizzero e rublo russo?

Risposta

La PPP in termini relativi prevede che i differenziali nei tassi di inflazione corrispondano a variazioni del tasso di cambio.

In base alla PPP in termini relativi, il tasso di cambio franco/rublo diminuirebbe del 95% con tassi di inflazione del 100% in Russia e del 5% in Svizzera.

2. Discutete per quale ragione viene spesso affermato che gli esportatori sono sfavoriti quando la valuta nazionale si apprezza in termini reali rispetto alle altre valute, mentre sono favoriti da un deprezzamento reale della valuta nazionale.

Risposta

Un apprezzamento della valuta in termini reali può derivare da un aumento della domanda di beni non commerciabili in relazione a quella commerciati; questo causerebbe un apprezzamento del tasso di cambio, in quanto l'aumento della domanda di beni non commerciabili ne fa aumentare il prezzo. Questo genera un aumento del livello dei prezzi nazionali e provoca un apprezzamento della valuta. In questo caso, gli esportatori risultano effettivamente colpiti, come si può vedere adattando l'analisi del Capitolo 2 del primo volume. L'apprezzamento della valuta in termini reali può tuttavia verificarsi per ragioni diverse, con implicazioni differenti per i profitti degli esportatori. Una variazione della domanda di beni esteri a favore dei prodotti nazionali esportati comporterà sia un apprezzamento della valuta nazionale in termini reali sia benefici per gli esportatori. Analogamente, la crescita di produttività nelle esportazioni è probabile che porti dei vantaggi agli esportatori, generando nel contempo un apprezzamento della valuta in termini reali. Se consideriamo un incremento ceterus paribus nel tasso di cambio reale, questo normalmente è un fatto negativo per gli esportatori, in quanto i prodotti da loro esportati ora sono più costosi per i paesi stranieri, che potrebbero ridurre la domanda di prodotti esportati esteri. In generale, tuttavia, dobbiamo conoscere per quale motivo il tasso di cambio in termini reali è cambiato per interpretare l'impatto della variazione.

3. Discutete per quale ragione viene spesso affermato che gli esportatori sono sfavoriti quando la valuta nazionale si apprezza in termini reali rispetto alle altre valute, mentre sono favoriti da un deprezzamento reale della valuta nazionale.
 - a) A parità di altre condizioni, in che modo pensate che i seguenti cambiamenti influenzerebbero il tasso di cambio reale di una moneta nei confronti delle monete estere? Il livello complessivo della spesa non cambia, ma i residenti decidono di spendere una quota maggiore del loro reddito in prodotti non commerciabili e una quota minore in prodotti commerciati internazionalmente.
 - b) I residenti stranieri modificano la composizione della loro domanda a sfavore dei prodotti nazionali e a favore dei prodotti esportati dal paese in questione.

Risposta

a) Una tendenza all'aumento della spesa verso prodotti non commerciabili genera un apprezzamento del tasso di cambio in termini reali, in quanto il prezzo dei beni non commerciabili in relazione a quello dei beni commerciati aumenta (il tasso di cambio in

termini reali può essere espresso come il prezzo dei prodotti commerciati rispetto al prezzo di quelli non commerciabili).

b) Una variazione della domanda dei paesi esteri verso i prodotti esportati dal paese in questione genera un eccesso di domanda per i prodotti nazionali del paese, che a sua volta porta a un aumento del prezzo relativo di questi beni; questo significa avere un apprezzamento del tasso di cambio reale del proprio paese.

4. I conflitti su larga scala portano solitamente a una temporanea sospensione del commercio internazionale in beni e attività finanziarie. In queste condizioni i tassi di cambio perdono gran parte della loro importanza, ma una volta finita la guerra, le banche centrali che vogliono fissare i tassi di cambio devono decidere quale sarà il nuovo tasso. La teoria della parità dei poteri di acquisto è stata spesso applicata al problema del riallineamento dei tassi di cambio dopo un conflitto. Immaginate di essere il banchiere centrale britannico subito dopo la conclusione della prima guerra mondiale. Spiegate in che modo determinereste il tasso di cambio dollaro/sterlina sulla base della PPP. In quali casi sarebbe invece sbagliato usare la PPP con questa finalità?

Risposta

La PPP in termini relativi implica che il tasso di cambio sterlina/dollaro dovrebbe essere regolato in modo da compensare la differenza di tasso di inflazione tra gli Stati Uniti e la Gran Bretagna durante la guerra. Pertanto, un banchiere centrale potrebbe confrontare gli indici dei prezzi al consumo negli Stati Uniti e nel Regno Unito prima e dopo la guerra. Se il livello dei prezzi dell'America fosse aumentato del 10%, mentre quello della Gran Bretagna avesse subito un aumento del 20%, la PPP in termini relativi richiederebbe un tasso di cambio sterlina/dollaro del 10% superiore rispetto a prima della guerra, ossia un deprezzamento del 10% della sterlina contro il dollaro.

Un confronto basato unicamente sulla PPP tuttavia sarebbe insufficiente a risolvere il problema, se ignorasse le possibili variazioni di produttività, capacità produttiva o della domanda relativa di beni prodotti nei diversi paesi sulla scia della guerra. In generale, ci si aspetterebbero grandi sconvolgimenti strutturali come conseguenza della guerra. Ad esempio, la produttività britannica potrebbe aver subito una considerevole riduzione come conseguenza della conversione delle fabbriche all'utilizzo bellico (e come risultato dei bombardamenti). Questo richiederebbe un deprezzamento reale della sterlina, ossia un tasso di cambio sterlina/dollaro superiore di più del 10% rispetto al tasso del periodo prebellico.

5. Alla fine degli anni Settanta il Regno Unito sembrava essersi arricchito. Avendo sviluppato la produzione di petrolio nei pozzi del mare del Nord negli anni precedenti, il paese si trovò con un reddito reale più alto in conseguenza del marcato incremento del prezzo del greggio nel biennio 1979-1980. Nei primi anni Ottanta, tuttavia, con la recessione dell'economia mondiale e la diminuzione della domanda di prodotti petroliferi, i prezzi del petrolio crollarono. La tabella seguente mostra alcuni numeri indici del tasso di cambio reale medio della sterlina rispetto a diverse valute. (Questi indici medi sono chiamati tassi di cambio reali effettivi.) L'incremento di uno di questi numeri indica un apprezzamento reale della sterlina e cioè un incremento relativo del livello dei prezzi nel Regno Unito rispetto al livello dei prezzi medi all'estero, misurato in sterline. Una diminuzione è un deprezzamento reale.

Usate le indicazioni fornite sul comportamento dell'economia del Regno Unito per spiegare l'aumento e la diminuzione del tasso di cambio reale effettivo della sterlina tra il 1978 e il 1984. Fate particolare attenzione al ruolo dei beni non commerciati.

Tasso di cambio reale effettivo della sterlina, 1976-1984 (1980 = 100). (Fonte: Fondo Monetario Internazionale, International Financial Statistics. Le misure dei tassi di cambio reale sono determinate sulla base di indici di prezzo del prodotto netto chiamati deflatori del valore aggiunto.)

1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
68,3	66,5	72,2	81,4	100,0	102,8	100,0	92,5	89,8

Risposta

La serie di tassi di cambio reali effettivi per il Regno Unito mostra un apprezzamento della sterlina dal 1977 al 1981, seguito da un periodo di deprezzamento. Osservate che l'apprezzamento è più netto dopo l'inizio dell'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi all'inizio del 1979; il successivo deprezzamento è più evidente dopo la diminuzione del prezzo del greggio nel 1982. Un incremento del prezzo del petrolio genera un aumento del reddito degli esportatori di prodotti petroliferi britannici, con conseguente aumento della loro domanda di beni. La risposta dell'offerta di manodopera che si sposta verso il settore

petrolifero è paragonabile a un aumento di produttività, che genera anch'esso un apprezzamento del tasso di cambio reale. Ovviamente, una diminuzione del prezzo del greggio ha effetti opposti (il petrolio non è l'unico fattore che determina il comportamento del tasso di cambio reale della sterlina. I docenti potrebbero citare l'influenza della rigorosa politica monetaria del primo ministro Margaret Thatcher).

6. Spiegate in che modo variazioni permanenti delle funzioni di domanda di moneta reale modifichino i tassi di cambio nominali e reali nel lungo periodo.

Risposta

Una variazione permanente della funzione di domanda di moneta reale modifica il tasso di cambio nominale di equilibrio nel lungo periodo, ma non il tasso di cambio reale di equilibrio nel lungo periodo. Dal momento che il tasso di cambio reale non cambia, possiamo utilizzare l'equazione dell'approccio monetario, $E = (M/M^*) \times \{L(R^*, Y^*)/L(R, Y)\}$.

Un aumento permanente del livello di domanda di moneta a qualunque tasso di interesse nominale porta a un apprezzamento proporzionale del tasso di cambio di lungo periodo. Intuitivamente, il livello dei prezzi per qualunque livello di saldi monetari nominali deve essere inferiore nel lungo periodo per un equilibrio del mercato monetario. In caso di riduzione permanente del livello di domanda di moneta vale il contrario. Il tasso di cambio reale, tuttavia, dipende dai prezzi relativi e dai termini di produttività, che non sono influenzati dalle variazioni generali del livello dei prezzi.

7. Nel Capitolo 6 del primo volume abbiamo discusso gli effetti dei trasferimenti tra paesi, come le indennità imposte alla Germania dopo la prima guerra mondiale. Usate la teoria sviluppata in questo capitolo per analizzare i meccanismi attraverso cui un trasferimento permanente dalla Polonia alla Repubblica Ceca influenzerebbe il tasso di cambio reale zloty/corona ceca nel lungo periodo.

Risposta

Il meccanismo funzionerebbe attraverso effetti di spesa con un trasferimento permanente dalla Polonia alla Repubblica Ceca con un apprezzamento della corona (la valuta ceca) in termini reali contro lo zloty (la valuta polacca) nel caso in cui (come è ragionevole supporre) i cittadini cechi spendessero rispetto ai polacchi una proporzione maggiore del proprio reddito per beni cechi rispetto a beni polacchi.

8. Continuando con il problema precedente, discutete in che modo il trasferimento influenzerebbe il tasso di cambio nominale di lungo periodo tra le due valute.

Risposta

Come discusso nella risposta al quesito 7, la corona si apprezza contro lo zloty in termini reali con il trasferimento dalla Polonia alla Repubblica Ceca nel caso in cui i cittadini cechi spendano rispetto ai polacchi una proporzione maggiore del proprio reddito per beni cechi rispetto a beni polacchi. L'apprezzamento reale porterebbe anche a un apprezzamento nominale.

9. Un paese impone un dazio sulle importazioni dall'estero. In che modo la sua azione modifica il tasso di cambio reale di lungo periodo tra la valuta nazionale e quella estera? Quali sono le variazioni del tasso di cambio nominale di lungo periodo?

Risposta

Dato che il dazio genera una diminuzione della domanda di prodotti esportati esteri a favore dei beni nazionali, si verifica un apprezzamento in termini reali di lungo periodo della valuta nazionale. In assenza di variazioni di condizioni monetarie, si ha anche un apprezzamento nominale di lungo periodo.

10. Immaginate che due paesi identici abbiano limitato le importazioni a livelli uguali, ma che uno abbia utilizzato un dazio mentre l'altro abbia adottato un contingentamento. Dopo l'adozione di queste politiche, entrambi i paesi sperimentano espansioni uguali e bilanciate della spesa nazionale. In quale dei due paesi l'espansione della domanda provocherà l'apprezzamento reale

maggiore? Nel paese che utilizza la tariffa o in quello che ha adottato un contingentamento?

Risposta

L'espansione bilanciata della spesa nazionale porterà a un aumento della quantità di beni importati consumati nel paese che utilizza il dazio, mentre in quello che ha adottato il contingentamento le importazioni non possono aumentare. Quindi, nel paese che utilizza il contingentamento si avrebbe un eccesso di domanda di beni importati nel caso in cui il tasso di cambio reale si apprezzasse nella stessa misura in cui aumenta nel paese che adotta il dazio. Pertanto, il tasso di cambio in termini reali nel paese che adotta il contingentamento è destinato a subire un apprezzamento minore rispetto a quanto avviene nel paese che utilizza il dazio.

11. Spiegate come il tasso di cambio nominale dollaro/euro sarebbe influenzato (a parità di altre condizioni) da variazioni permanenti del tasso atteso di deprezzamento reale del dollaro nei confronti dell'euro.

Risposta

Un aumento permanente del tasso atteso di deprezzamento reale del dollaro contro l'euro porta a un incremento permanente del tasso atteso di deprezzamento del tasso di cambio nominale dollaro/euro, dato il differenziale tra i tassi attesi di inflazione negli Stati Uniti e in Europa. Questo aumento del deprezzamento atteso del dollaro genera un deprezzamento del tasso di cambio a pronti oggi.

12. Potete suggerire un evento che causerebbe un aumento del tasso di interesse nominale di un paese e un apprezzamento simultaneo della sua moneta, in un mondo di prezzi perfettamente flessibili?

Risposta

Supponiamo che si verifichi una temporanea riduzione del tasso di cambio reale in un'economia; ossia, il tasso di cambio si apprezza oggi per poi tornare a deprezzarsi fino al suo livello originale in futuro. Il deprezzamento atteso del tasso di cambio reale, per la parità dei tassi di interesse reali, genera un aumento del tasso di interesse reale. Se non ci sono variazioni nel tasso atteso di inflazione, il tasso di interesse nominale aumenta all'aumentare del tasso di cambio reale. Questo evento potrebbe anche causare l'apprezzamento del tasso di cambio nominale nel caso in cui l'effetto di un apprezzamento corrente del tasso di cambio reale prevalga sull'effetto del deprezzamento atteso del tasso di cambio reale.

13. Supponete che il tasso di interesse reale atteso negli Stati Uniti sia del 9% annuo, mentre in Europa sia del 3%. Che cosa vi aspettate che accadrà al tasso di cambio reale dollaro/euro il prossimo anno?

Risposta

Le differenze internazionali nei tassi di interesse attesi reali riflettono le variazioni attese dei tassi di cambio reali. Se il tasso di interesse reale atteso negli Stati Uniti è del 9%, mentre in Europa è del 3%, ci si deve attendere un deprezzamento del 6% del tasso di cambio reale dollaro/euro (assumendo che valga la parità dei tassi di interesse).

14. Nel breve periodo, in un modello con prezzi rigidi, una riduzione dell'offerta di moneta fa aumentare il tasso di interesse nominale e apprezzare la valuta del paese (si veda il Capitolo 4). Che cosa succede al tasso di interesse reale atteso? Spiegate perché il percorso del tasso di cambio reale soddisfa la condizione di parità dei tassi di interessi reali.

Risposta

L'effetto iniziale di una riduzione dell'offerta di moneta in un modello con prezzi rigidi è un aumento del tasso d'interesse nominale e un apprezzamento del tasso di cambio nominale. Il tasso d'interesse reale, che equivale al tasso d'interesse nominale meno il tasso atteso di inflazione, aumenta in misura maggiore rispetto al tasso d'interesse nominale, in quanto la riduzione dell'offerta di moneta causa un aumento del tasso d'interesse nominale e si verifica

una deflazione nel periodo di transizione verso il nuovo equilibrio. Il tasso di cambio reale si deprezza nel periodo di transizione verso il nuovo equilibrio (dove il suo valore è uguale al suo stato originale). Questo soddisfa la relazione di parità di tassi di interesse reali, che afferma che la differenza tra il tasso d'interesse reale nazionale e quello estero è pari al deprezzamento atteso del tasso di cambio reale nazionale: in questo caso, l'effetto iniziale è un aumento del tasso di interesse reale dell'economia nazionale insieme a un deprezzamento atteso del tasso di cambio reale nazionale. In ogni caso, la relazione di parità di tassi di interesse reali deve essere soddisfatta, in quanto si tratta semplicemente di una riformulazione dell'equazione di Fisher, che definisce il tasso d'interesse reale, combinato con la relazione di parità dei tassi d'interesse, che è una pietra angolare del modello dei prezzi rigidi della determinazione del tasso di cambio.

15. Discutete la seguente affermazione: "Quando una variazione del tasso di interesse nominale di un paese è dovuta a un aumento del tasso di interesse reale atteso, la moneta nazionale si apprezza. Quando la variazione è causata da un aumento dell'inflazione attesa, la moneta si deprezza."

Risposta

Una risposta a questa domanda implica il confronto di un modello con prezzi rigidi con un modello con prezzi flessibili.

In un modello con prezzi rigidi, una riduzione dell'offerta di moneta genera un aumento del tasso di interesse nominale e, per la relazione di parità dei tassi d'interesse, un apprezzamento del tasso di cambio nominale. Il tasso d'interesse reale, che è pari al tasso d'interesse nominale meno il tasso atteso di inflazione, aumenta sia per via dell'aumento del tasso d'interesse nominale sia perché si ha una deflazione attesa. In un modello con prezzi perfettamente flessibili, un aumento del tasso atteso di inflazione causa un aumento del tasso di interesse nominale (mentre il tasso d'interesse reale rimane invariato) e un deprezzamento della valuta, in quanto l'eccesso di offerta di moneta si risolve attraverso un aumento del livello dei prezzi e quindi, secondo la PPP, un deprezzamento della valuta. Un approccio alternativo considera un modello con prezzi perfettamente flessibili. Come discusso nel paragrafo precedente, un aumento del tasso atteso di inflazione genera un aumento del tasso d'interesse nominale di un deprezzamento della valuta, lasciando invariato il tasso d'interesse reale atteso. In caso di un aumento del tasso d'interesse reale atteso, tuttavia, questo implica un deprezzamento atteso del tasso di cambio reale. Se questo deprezzamento atteso è dovuto a un apprezzamento temporaneo corrente, il tasso di cambio nominale potrebbe apprezzarsi nel caso in cui l'effetto dell'apprezzamento corrente (che porta a una rotazione verso il basso della curva del tasso di cambio) predomini sull'effetto dovuto al deprezzamento atteso (che comporta una rotazione verso l'alto della curva del tasso di cambio).

16. I tassi di interesse nominali sono quotati a maturità differenti, che corrispondono a diverse scadenze dei prestiti. Per esempio, alla fine del 2004, il governo statunitense poteva accendere prestiti con scadenza decennale a un tasso annuale leggermente superiore al 4 per cento, mentre il tasso di interesse che avrebbe dovuto pagare sui prestiti con scadenza trimestrale era leggermente inferiore al 2 per cento. (Un tasso annualizzato pari al 2 per cento su un prestito trimestrale implica che, se si prende a prestito un dollaro, si dovranno restituire $\$1,005 = \$1 + (3/12) * \$0,02$ alla fine dei tre mesi.) In genere, anche se non sempre, i tassi di interesse di lungo periodo sono superiori a quelli di breve periodo, come nell'esempio precedente sul 2004. Sulla base dell'effetto Fisher, che cosa suggerirebbe questo andamento circa l'inflazione attesa e/o il tasso di interesse reale atteso?

Risposta

Sei i tassi di lungo termine sono superiori a quelli di breve termine, questo suggerisce che gli investitori si aspettano che i tassi di interesse saranno superiori in futuro; questo spiega la loro richiesta di un tasso di rendimento superiore su un'obbligazione a più lungo termine. Se si aspettano che tassi di interesse saranno più alti in futuro, questo significa che prevedono un tasso di inflazione superiore in futuro o un tasso di interesse reale più alto. La semplice analisi dei tassi a breve e lungo termine non ci permette però di capire quale delle due previsioni è valida.

17. Continuando con il problema precedente, possiamo definire i tassi di interesse reali di breve e di lungo periodo. In ciascun caso, il tasso di interesse reale (annualizzato, cioè espresso in percentuale per anno) è uguale al tasso di interesse nominale annualizzato corrispondente alla

scadenza considerata, meno il tasso annualizzato di inflazione attesa lungo il periodo di durata del prestito. Ricordate l'evidenza secondo cui la PPP sembra soddisfatta con maggior precisione su orizzonti temporali lunghi piuttosto che brevi. In quel caso, le differenze internazionali tra i tassi di interesse reali sarebbero maggiori sulle scadenze brevi rispetto alle scadenze lunghe? Motivate la vostra risposta.

Risposta

Se supponiamo che un tasso di cambio reale sia costante, la variazione percentuale attesa del tasso di cambio è semplicemente il differenziale di inflazione. Come sottolinea il quesito, questa relazione sembra meglio soddisfatta sul lungo periodo. Partendo dalla parità dei tassi di interesse, vediamo che $R = R^* + \%^e E$. La variazione del tasso di cambio è $\pi - \pi^*$ quando la PPP è soddisfatta, pertanto se la parità dei poteri di acquisto è soddisfatta su un certo orizzonte temporale, possiamo dire che $R = R^* + \pi - \pi^*$. Questo significa $r = r^*$. Pertanto, le differenze tra i tassi di interesse reali su scadenze lunghe sarebbero minori. Dall'altro lato, se il tasso di cambio reale varia o si prevede che cambi, diremmo che $\%^e E = \%^e q + \pi - \pi^*$. In tal caso, chi può essere una differenza significativa tra r e r^* . Quindi, se la PPP risulta soddisfatta sul lungo periodo e gli agenti prevedono questa condizione (di conseguenza non si aspettano grandi variazioni del tasso di cambio reale) ci possiamo aspettare di vedere differenziali di tassi di interesse reali minori su scadenze lunghe.

18. Perché la PPP dovrebbe essere soddisfatta con maggior precisione nel lungo periodo piuttosto che nel breve periodo? (Pensate a come le grandi imprese commerciali potrebbero reagire a periodi di grandi e persistenti differenze internazionali nei prezzi di un bene commerciato.)

Risposta

Se i mercati sono piuttosto segmentati, le variazioni temporanee dei tassi di cambio possono portare a forti deviazioni dalla PPP anche per i beni commerciabili. Nel breve periodo, le imprese potrebbero non essere in grado di rispondere con l'apertura di nuovi rapporti commerciali o canali di distribuzione. Dall'altro lato, in caso di deviazioni persistenti dalla PPP per i beni commerciabili, ci possiamo aspettare che le imprese cerchino di aumentare la propria presenza nel mercato dei beni di prezzo elevato. Se ci riescono, dovrebbero ridurre prezzi in quella fascia di mercato e riportare i prezzi verso la PPP.

19. Riuscite a immaginare qualche fattore che potrebbe contribuire a far valere la PPP nel lungo periodo per i beni *non commerciabili*? (Potrebbe aiutarvi l'aver capito la spiegazione del pareggiamento dei prezzi dei fattori nel Capitolo 4 del primo volume.)

Risposta

La PPP per i beni non commerciabili aumenterebbe se le tecnologie fossero simili nei diversi paesi, e pertanto la presenza di prezzi simili per i beni nel lungo termine sarebbe coerente con la presenza di mercati competitivi e costi del lavoro simili. Se i costi del lavoro sono simili, allora (ancora una volta ipotizzando tecnologie simili) anche i costi dei beni non commerciabili sarebbero simili. Ovviamente, come osserva il capitolo, le differenze di produttività che variano attraverso settori potrebbero produrre effetti del tipo descritto da Balassa Samuelson laddove, nonostante sia soddisfatta la PPP per i beni commerciabili, i beni non commerciabili continuano ad avere prezzi diversi nei vari paesi.



Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. In che modo si sposta la curva DD se si verifica una riduzione nella domanda di investimenti?

Risposta

Una riduzione della domanda di investimenti comporta una diminuzione del livello della domanda aggregata per qualunque livello del tasso di cambio. Pertanto, una riduzione nella domanda di investimenti causa uno spostamento della curva DD verso sinistra.

2. Supponete che il governo imponga un dazio su tutte le importazioni. Usate il modello DD-AA per analizzare gli effetti sull'economia di questa variazione. Considerate dazi temporanei e permanenti.

Risposta

Un dazio è un'imposta sul consumo di beni importati. La domanda di beni nazionali, e pertanto il livello della domanda aggregata, sarà maggiore per qualunque livello del tasso di cambio. Questa situazione è illustrata nella Figura 6.1 come spostamento verso destra della curva del mercato dei beni da DD a D'D'. Se il dazio è temporaneo, questo è l'unico effetto, e la produzione aumenterà anche in caso di apprezzamento del tasso di cambio con uno spostamento dell'economia dei punti 0 a 1. Se invece il dazio è permanente, il tasso di cambio atteso di lungo periodo si apprezza, pertanto la curva del mercato dell'attività si sposta verso A'A'. In questo caso l'apprezzamento della valuta è più forte. Se la produzione inizialmente è a livello di piena occupazione, non si verificano variazioni nella produzione dovute all'introduzione di un dazio permanente.

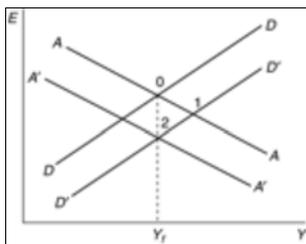


Figura 6.1

3. Immaginate che il Congresso degli Stati Uniti approvi una legge costituzionale che impone il pareggio del bilancio del settore pubblico in ogni periodo. Quindi, se il governo vuole cambiare la spesa pubblica, deve sempre modificare le imposte dello stesso ammontare, cioè deve sempre valere $\Delta G = \Delta T$. Tale legge implica che il governo non possa più usare la politica fiscale per influenzare occupazione e produzione? (Suggerimento: analizzate l'effetto di un aumento della spesa pubblica con bilancio in pareggio, cioè di un aumento della spesa pubblica accompagnato da un uguale aumento delle imposte.)

Risposta

Una variazione temporanea della politica fiscale influisce su occupazione e produzione, anche se il governo mantiene un bilancio in pareggio. Una spiegazione intuitiva di questo fenomeno si affida alla diversa propensione al consumo del governo e dei contribuenti. Se il governo spende un dollaro in più e finanzia questa spesa aumentando le imposte per i cittadini di un dollaro, la domanda aggregata sarà aumentata perché il governo spende interamente questo

dollaro, mentre i cittadini riducono la propria spesa di meno di un dollaro (scegliendo di ridurre propri risparmi così come i consumi). L'effetto definitivo sulla domanda aggregata è persino maggiore rispetto alla differenza di questa prima fase tra la propensione alla spesa del governo e dei cittadini, in quanto questa prima fase genera una spesa successiva (ovviamente, l'apprezzamento della valuta impedisce sempre che variazioni permanenti di politica fiscale influiscano sulla produzione nel nostro modello).

4. Supponete che vi sia una riduzione permanente della domanda aggregata privata della produzione di un certo paese (uno spostamento verso il basso della curva della domanda aggregata complessiva). Qual è l'effetto sulla produzione? Quale tipo di intervento di politica economica suggerireste al governo?

Risposta

Una riduzione permanente della domanda aggregata privata causa uno spostamento verso l'interno e verso sinistra della curva DD e, dato che il tasso di cambio futuro atteso si deprezza, uno spostamento verso l'esterno e verso destra della curva AA. Questi due spostamenti non hanno alcuna conseguenza sulla produzione, tuttavia, per lo stesso motivo per cui non ne produce un'espansione fiscale permanente. L'effetto netto è un deprezzamento del tasso di cambio nominale e, dato che prezzi non varieranno, un corrispondente deprezzamento del tasso di cambio reale. Non sarebbe quindi giustificata una risposta di politica macroeconomica a questo evento.

5. Perché un aumento temporaneo della spesa pubblica fa ridurre il saldo del conto corrente meno di un aumento permanente?

Risposta

La Figura 6.2 può essere utilizzata per illustrare che qualunque espansione fiscale permanente peggiora il saldo del conto corrente. In questo diagramma, la curva XX rappresenta le combinazioni del tasso di cambio e del reddito in corrispondenza delle quali il saldo del conto corrente è in pareggio. I punti al di sopra e a sinistra di XX rappresentano l'avanzo del conto corrente, mentre i punti al di sotto e a destra rappresentano il deficit del conto corrente. Un'espansione fiscale permanente sposta la curva DD verso D'D' e, a causa dell'effetto sul tasso di cambio di lungo periodo, la curva AA si sposta in A'A'. Il punto di equilibrio si sposta da 0, dove il saldo del conto corrente è in pareggio, a 1, dove abbiamo un deficit del conto corrente. Se invece si verificasse un'espansione fiscale temporanea della stessa portata, la curva AA non si sposterebbe e il nuovo livello di equilibrio sarebbe in corrispondenza del punto 2, dove abbiamo un deficit del conto corrente, anche se minore rispetto a quello che si registra in corrispondenza del punto 1. Quindi un aumento temporaneo della spesa pubblica causa un declino del saldo del conto corrente inferiore a quello prodotto da un aumento permanente, perché con un disturbo temporaneo non si verificano cambiamenti nelle aspettative, e quindi la curva AA non si sposta.

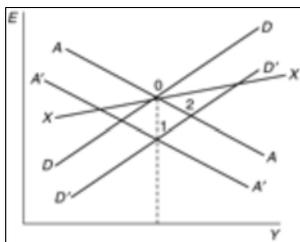


Figura 6.2

6. Un governo che all'inizio ha un bilancio in pareggio ma in seguito riduce le imposte, crea un disavanzo che deve in qualche modo finanziare. Supponete che i cittadini si aspettino che il governo finanzia il disavanzo emettendo moneta in misura sufficiente. Vi aspettereste anche in questo caso che la diminuzione delle imposte conduca a un apprezzamento della valuta?

Risposta

Una riduzione temporanea delle imposte genera uno spostamento verso destra della curva DD e, in assenza di emissione di moneta, non ha effetto sulla curva AA. Nella Figura 6.3, questo è illustrato da uno spostamento della curva DD verso D'D', con uno spostamento

dell'equilibrio dai punti 0 a 1. Se il deficit viene finanziato da una futura emissione di moneta, il deprezzamento nominale di lungo periodo atteso della valuta che ne risulta causa uno spostamento della curva AA verso destra, verso A'A', che ci porta al punto di equilibrio 2. L'effetto netto sul tasso di cambio è ambiguo, ma la produzione certamente aumenta in misura maggiore rispetto al caso di una pura variazione fiscale.

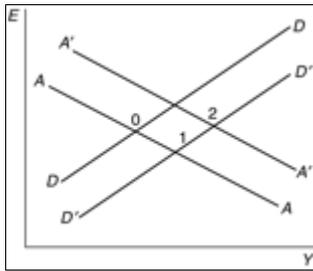


Figura 6.3

7. Supponete di osservare che la valuta di un paese si deprezza ma, nello stesso tempo, il saldo del conto corrente peggiora. A quali dati potreste guardare per valutare se si è in presenza di un effetto J? Quale altra variazione macroeconomica conduce a un deprezzamento della valuta associato a un deterioramento del saldo del conto corrente, anche se non si ha l'effetto J?

Risposta

Un deprezzamento della valuta accompagnato da un deterioramento del saldo del conto corrente potrebbe essere causato da fattori diversi dall'effetto J. Per esempio, una riduzione della domanda estera di prodotti nazionali peggiora il saldo del conto corrente riducendo nel contempo la domanda aggregata, con conseguente deprezzamento della valuta. Nei termini illustrati dalla Figura 6.4, DD e XX subiscono spostamenti verticali equivalenti, rispettivamente verso D'D' e X'X', che si traducono in un deficit del saldo del conto corrente, in quanto l'equilibrio si sposta dal punto 0 a 1. Per rilevare una curva J, si dovrebbe verificare se i prezzi dei beni importati in termini di beni nazionali aumentano quando la valuta si deprezza, compensando un calo del volume di importazioni e un aumento di quello delle esportazioni.

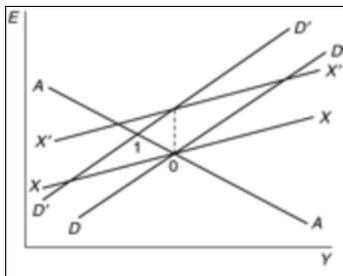


Figura 6.4

8. Un nuovo governo viene eletto e annuncia che, una volta insediato, aumenterà l'offerta di moneta. Usate il modello DD-AA per analizzare le conseguenze di questo annuncio sull'economia.

Risposta

L'annuncio di un'espansione dell'offerta di moneta causa un deprezzamento del tasso di cambio di lungo periodo atteso e sposta la curva AA verso destra. Questo porta a un aumento immediato della produzione e ad un deprezzamento della valuta. Gli effetti dell'azione politica prevista anticipano pertanto l'implementazione effettiva della politica stessa.

9. In che modo traccereste il diagramma DD-AA quando la reazione del saldo del conto corrente a una variazione del tasso di cambio segue la curva J? Usate questo diagramma modificato per analizzare gli effetti di variazioni temporanee e permanenti delle politiche monetarie e fiscali.

Risposta

La curva DD potrebbe inclinarsi negativamente nel brevissimo periodo nel caso in cui

avessimo una curva J; il valore assoluto della sua inclinazione tuttavia sarebbe probabilmente superiore a quello di AA. Questa situazione è illustrata nella Figura 6.5. Gli effetti di un'espansione fiscale temporanea, illustrati come spostamento della curva del mercato dei beni verso $D'D'$, non sarebbero alterati, perché in questo caso avremmo comunque un'espansione della produzione e un apprezzamento della valuta (il punto di equilibrio si sposta da 0 a 1).

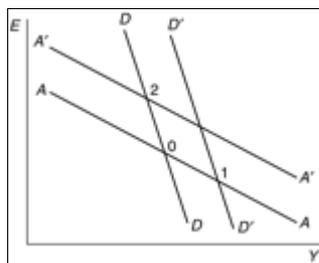


Figura 6.5

L'espansione monetaria, tuttavia, benché deprezzi la valuta, comporterebbe una riduzione della produzione nel brevissimo termine. Questo è illustrato da uno spostamento della curva AA verso $A'A'$ e da uno spostamento del punto di equilibrio da 0 a 2. Solo dopo un certo tempo l'effetto di espansione della politica monetaria prenderebbe il sopravvento (assumendo che il livello dei prezzi interno non reagisca troppo rapidamente).

10. In che modo si modifica la condizione di Marshall-Lerner se il paese il cui tasso di cambio reale cambia non parte da una posizione di saldo del conto corrente pari a zero? (La condizione di Marshall-Lerner viene derivata nell'Appendice 6A2, sotto l'ipotesi "standard" di un saldo del conto corrente inizialmente in equilibrio.)

Risposta

La derivazione della condizione di Marshall-Lerner parte dall'assunzione di un saldo del conto corrente in equilibrio per sostituire EX con $(q \times EX^*)$. Non possiamo fare questa sostituzione quando il saldo del conto corrente non è inizialmente zero. Definiamo invece la variabile $z = (q \times EX^*)/EX$. Questa variabile è il rapporto tra importazioni ed esportazioni, denominato in unità comuni. In presenza di un avanzo di conto corrente, z sarà minore di 1, mentre in caso di deficit del conto corrente, z sarà maggiore di 1. È possibile calcolare le derivate totali di ciascun lato dell'equazione $CA = EX - q EX^*$ e derivare una condizione di Marshall-Lerner generale come $n + z n^* > z$, dove n e n^* sono come definiti nell'Appendice 2. La condizione di Marshall-Lerner del saldo del conto corrente in equilibrio ($z = 1$) era un caso speciale di questa condizione generale. È meno probabile che un deprezzamento della valuta migliori il saldo del conto corrente quanto più è grande il suo deficit iniziale, quando n^* minore di 1. Viceversa, è più probabile che un deprezzamento della valuta produca un miglioramento del saldo del conto corrente quanto più è grande il proprio avanzo iniziale, ancora una volta per valori di n^* minore di 1.

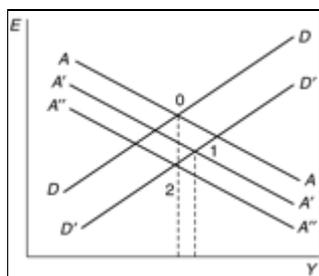


Figura 6.6

11. Il nostro modello assume che nel breve periodo il livello dei prezzi P sia dato, ma in realtà l'apprezzamento valutario causato da un'espansione fiscale permanente potrebbe causare una lieve diminuzione di P , riducendo i prezzi di alcuni prodotti importati. Se P può diminuire leggermente in risposta a un'espansione fiscale permanente, è ancora vero che non ci sono effetti sulla produzione? (Come prima, ipotizzate di essere inizialmente in una situazione di equilibrio di lungo periodo.)

Risposta

Se le importazioni fanno parte dell'indice dei prezzi al consumo, una riduzione dei prezzi dei beni importati dovuta a un apprezzamento della valuta causerà una diminuzione del livello dei prezzi generale. Tale riduzione del livello dei prezzi fa aumentare l'offerta di moneta reale. Come è illustrato nella Figura 6.6, l'espansione fiscale permanente sposterà la curva del mercato dei beni da DD a D'D', cui corrisponde uno spostamento verso l'interno della curva di equilibrio del mercato delle attività. Se i prezzi dei beni importati non rientrano nell'indice dei prezzi al consumo e l'apprezzamento della valuta non influisce sul livello dei prezzi, la curva del mercato delle attività si sposta verso A''A'' e non ci sono effetti sulla produzione, nemmeno nel breve periodo. Se tuttavia il livello dei prezzi generale diminuisce a causa di un apprezzamento, lo spostamento della curva del mercato dell'attività è minore, verso A'A', e nel punto di equilibrio iniziale, il punto 1, abbiamo una produzione maggiore rispetto al livello di equilibrio iniziale nel punto 0. Nel tempo, i prezzi aumenteranno quando la produzione supera il proprio livello di lungo periodo, causando uno spostamento della curva di equilibrio del mercato delle attività da A'A' ad A''A'', che riporta la produzione al proprio livello di lungo periodo.

12. Supponete che non valga esattamente la condizione di parità dei tassi di interesse, ma che la vera relazione sia $R = [R^* + (E_e - E) / E + r]$, dove r è un termine che misura il differenziale di rischio dei depositi nazionali rispetto a quelli esteri. Supponete che un aumento permanente della spesa pubblica, tale da creare una prospettiva di disavanzi futuri, faccia aumentare anche r , cioè renda più rischiosi i depositi in valuta nazionale. Valutate gli effetti sulla produzione di questo tipo di intervento del governo.

Risposta

Un aumento del rischio sposta la curva del mercato delle attività verso l'esterno e verso destra, mantenendo uguali tutte le altre condizioni. Un aumento permanente della spesa pubblica sposta la curva del mercato delle attività verso l'interno e verso destra, in quanto causa apprezzamento del tasso di cambio futuro atteso. Un aumento permanente della spesa pubblica causa anche uno spostamento verso il basso e verso destra della curva del mercato dei beni, in quanto aumenta la domanda aggregata. Nel caso in cui non vi sia premio al rischio, la nuova intersezione delle curve DD e AA dopo un aumento permanente della spesa pubblica è al livello di produzione di piena occupazione, in quanto questo è l'unico livello coerente con nessuna variazione nel livello dei prezzi di lungo periodo. Nel caso discusso in questo quesito, tuttavia, il tasso d'interesse nominale aumenta con l'aumento del premio al rischio. Pertanto, anche la produzione deve essere maggiore rispetto al livello originale di piena occupazione; in confronto al caso presentato nel testo, la curva AA non si sposta di così tanto, quindi la produzione aumenta.

13. Se un'economia *non* parte da una situazione di pieno impiego, è ancora vero che una variazione permanente della politica fiscale non ha effetti immediati sulla produzione?

Risposta

Supponiamo che inizialmente la produzione sia a livello di pieno impiego. Una variazione permanente della politica fiscale causerà uno spostamento delle curve AA e DD tale da non avere alcun effetto sulla produzione. Consideriamo ora il caso in cui l'economia non sia inizialmente a livello di pieno impiego. Una variazione permanente della politica fiscale sposta la curva AA per via del proprio effetto sul tasso di cambio di lungo periodo e sposta la curva DD per il proprio effetto sulle spese. Non c'è alcun motivo, tuttavia, perché la produzione rimanga costante in questo caso, in quanto il proprio valore iniziale non è uguale al proprio livello di lungo periodo. Quindi un'argomentazione come quella del testo che mostra la neutralità della politica fiscale permanente sulla produzione non è sostenibile. Infatti, potremmo aspettarci che un'economia che parta da una condizione di recessione (al di sotto di Y^f) sarebbe stimolata a tornare verso Y^f da una scossa fiscale permanente positiva. Se Y non aumenta in modo permanente, ci aspetteremmo una diminuzione permanente del livello dei prezzi (dato che M è costante). Questa diminuzione di P nel lungo periodo sposterebbe verso l'esterno sia AA che DD. Potremmo anche considerare il fatto che, nel caso in cui iniziamo a livello di pieno impiego e non ci sia impatto su Y , AA si sposta all'indietro per via dell'apprezzamento reale dovuto all'aumento della domanda di prodotti nazionali (come conseguenza dell'aumento di G). Se si verifica un aumento permanente di Y , si è verificato anche un aumento dell'offerta relativa e può compensare l'aumento della domanda relativa e ridurre il bisogno di un apprezzamento reale. A causa di ciò, AA si sposterebbe indietro in misura minore. Non possiamo sapere quale sia l'esatto effetto senza conoscere la misura

dello spostamento originale delle linee (la portata dallo shock); sappiamo però che, senza la limitazione della non variazione di Y nel lungo periodo, l'argomentazione del testo cade e possiamo avere effetti sia di breve sia di lungo periodo su Y .

14. Il Focus intitolato "Tassi di cambio e conto corrente" suggerisce che anche quando l'espansione fiscale è permanente, gli agenti di mercato potrebbero aspettarsi che, a causa del conseguente aumento del disavanzo del conto corrente, l'iniziale apprezzamento della valuta sarà, almeno in parte, temporaneo. Se così è, come cambiano le vostre considerazioni sugli effetti di breve periodo di un'espansione fiscale permanente?

Risposta

Se parte dell'apprezzamento della valuta è temporaneo a causa degli effetti sul saldo del conto corrente, assisteremo a un processo leggermente diverso dopo un'espansione fiscale permanente. Non si avrebbe più necessariamente un salto dal punto 0 al punto 2 nella Figura 6.2 precedenti. Sappiamo che nel tempo l'allontanamento delle preferenze nei consumi dei beni nazionali (a causa del trasferimento della ricchezza verso i consumatori esteri) riporterà indietro di una certa misura la curva DD. Questo causerà un lieve deprezzamento nel futuro. Quindi, la curva AA potrebbe non spostarsi così tanto verso l'interno, lasciandoci con un minore apprezzamento immediato, ma anche con un lieve incremento immediato del PIL. Alla fine, la curva DD si sposterà leggermente indietro, riportandoci al livello di pieno impiego e con una valuta apprezzata (benché in misura minore rispetto alla Figura 6.2).

15. Cercate di ripetere lo stesso ragionamento in cinque passaggi fatto nel Paragrafo 6.9.3 per mostrare che un'espansione fiscale permanente non può causare una riduzione della produzione.

Risposta

Il testo mostra che la produzione non può aumentare in seguito un'espansione fiscale permanente se parte dal proprio livello di lungo periodo. Utilizzando un'argomentazione simile, possiamo mostrare che la produzione non può diminuire rispetto al proprio livello iniziale di lungo periodo in seguito all'espansione fiscale permanente. Un'espansione fiscale permanente non può avere effetto sul livello dei prezzi di lungo periodo, in quanto non ci sono conseguenze sull'offerta di moneta o sui valori di lungo periodo del tasso d'interesse e della produzione nazionale. Quando la produzione è inizialmente al proprio livello di lungo periodo, R è uguale a R^* , Y è uguale a Y^f e i saldi reali sono invariati nel breve periodo. Se la produzione diminuisse, si avrebbe un eccesso di offerta di moneta e il tasso d'interesse nazionale dovrebbe diminuire; questo implicherebbe però apprezzamento atteso della valuta, in quanto il differenziale dei tassi di interesse ($R - R^*$) sarebbe negativo. Questo tuttavia potrebbe avvenire solo nel caso in cui la valuta si apprezzi in termini reali con l'aumento della produzione e l'economia ritorni al livello di equilibrio di lungo periodo. Questo apprezzamento, tuttavia causerebbe un'ulteriore disoccupazione, e la produzione non aumenterebbe, ritornando a Y^f . Come nell'esempio del testo, questa contraddizione si risolve solo se la produzione rimane a Y^f .

16. La discussione nel paragrafo intitolato "Inflation bias e altri problemi nella formulazione delle politiche economiche" suggerisce che potrebbe non esistere niente di simile a un'espansione fiscale permanente. Che cosa pensate? In che modo queste considerazioni influenzano gli effetti della politica fiscale su tasso di cambio e produzione? Vedete qualche connessione con la discussione fatta nel capitolo circa gli effetti di lungo periodo degli squilibri del conto corrente?

Risposta

È difficile capire come la spesa pubblica possa aumentare in modo permanente senza un aumento delle imposte o come sia possibile ridurre le imposte in modo permanente senza tagli alla spesa. Quindi è difficile immaginare una vera espansione fiscale permanente. L'unico scenario possibile si avrebbe nel caso in cui il governo si rendesse conto di avere davanti a sé una prospettiva di avanzi permanenti; potrebbe in tal caso ridurre le imposte senza rischiare squilibri di lungo periodo. Dato che gli agenti sono consapevoli del fatto che il governo ha un vincolo di bilancio di lungo periodo, potrebbero assumere che qualunque politica fiscale sia necessariamente temporanea. Questo significherebbe che uno shock "permanente" apparirebbe proprio come uno temporaneo. Questa situazione è molto simile alla discussione del quesito 14 di questo capitolo.

17. Se confrontate economie a bassa inflazione con economie in cui l'inflazione è alta e molto volatile, in che modo pensate che il grado di aggiustamento differisca e perché?

Risposta

Le economie con un tasso di inflazione elevato dovrebbero avere un grado di aggiustamento più elevato, in quanto chi definisce i prezzi è abituato a fare aggiustamenti più rapidi (i costi di aggiustamento diminuiscono al tempo in quanto gli operatori imparano come modificare i prezzi più velocemente). Quindi, un deprezzamento in un'economia con un tasso di inflazione elevato potrebbe vedere una rapida risposta di variazioni dei prezzi, mentre le imprese che operano in un ambiente con bassa inflazione potrebbero essere restie ad aumentare i prezzi per timore di perdere clienti, in quanto questi non sono abituati alle variazioni dei prezzi. Inoltre, un deprezzamento da parte di un'economia con inflazione elevata potrebbe più facilmente essere stato causato da un aumento dell'offerta di moneta, che porterebbe di per sé ad aumenti dei prezzi; l'aggiustamento pertanto apparirebbe più elevato.

18. Durante l'approvazione della legge fiscale di stimolo del febbraio 2009, molti membri del Congresso reclamarono clausole per "comprare americano", che avrebbero impedito al governo di spendere denaro in beni importati. Secondo l'analisi di questo capitolo, la spesa pubblica statunitense, vincolata dalle restrizioni imposte da tali clausole, avrebbe avuto un effetto maggiore sulla produzione statunitense di una spesa pubblica non vincolata? Perché?

Risposta

Una disposizione per "comprare americano" si sarebbe tradotta in un più ampio spostamento verso destra della curva DD rispetto a un aumento non vincolato della spesa pubblica, in quanto si avrà una maggiore domanda per prodotti statunitensi rispetto al caso in cui fosse stato possibile acquistare beni importati impiegando i fondi stimolo. Tuttavia, se questo aumento della spesa pubblica è permanente, l'effetto netto sulla produzione sarebbe uguale a prescindere dalla disposizione. Un aumento permanente della spesa pubblica causerà un apprezzamento del valore futuro atteso del dollaro, portando a uno spostamento verso sinistra della curva AA. A un più ampio stimolo fiscale (spostamento a destra di DD) corrisponderà un più ampio spostamento a sinistra di compensazione della curva AA. Quindi, la disposizione di "comprare americano" non avrebbe avuto alcuna effetto maggiore sulla produzione rispetto a una politica fiscale non vincolata, se l'aumento della spesa pubblica fosse permanente. Se l'aumento della spesa fosse temporaneo, una disposizione per "comprare americano" avrebbe potuto avere un effetto maggiore nel breve periodo, ma avrebbe portato a un maggiore aumento dei prezzi sul lungo periodo, lasciando invariato l'effetto netto a lungo termine.

Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Determinate l'effetto finale sul bilancio della banca centrale di un'espansione delle attività interne della stessa in un regime di cambi fissi. In che modo le transazioni della banca centrale sul mercato dei cambi si riflettono nei conti della bilancia dei pagamenti?

Risposta

Un'espansione delle attività interne della banca centrale porta a una riduzione delle sue attività estere di pari ammontare, senza variazioni nelle passività (o nell'offerta di moneta) della banca. L'effetto sui conti della bilancia dei pagamenti risulta più facile da capire ricordando in che modo si verifica una riduzione delle riserve estere. Dopo che la banca centrale ha acquistato attività interne con moneta, inizialmente si ha un eccesso di offerta di moneta. La banca centrale deve intervenire nel mercato dei cambi per mantenere fisso il tasso di cambio di fronte a questa offerta in eccesso: la banca vende attività estere e acquista moneta fino a eliminare l'eccesso di offerta. Dal momento che sono i residenti privati ad acquistare le riserve perse dalla banca centrale, abbiamo un flusso in uscita di capitale dalle banche non centrali (una posta di debito del conto finanziario) equivalente all'aumento delle attività estere detenute dal settore privato. Il credito di compensazione è la riduzione delle attività estere detenute dalla banca centrale, un flusso in ingresso finanziario ufficiale.

2. Svolgete l'esercizio della domanda precedente per un incremento nella spesa pubblica.

Risposta

Un incremento nella spesa pubblica aumenta il reddito così come la domanda di moneta. La banca centrale impedisce che l'iniziale eccesso di domanda di moneta generi un apprezzamento della valuta acquistando attività estere dai privati nazionali. Le attività estere della banca centrale aumentano, così come le sue passività e, con esse, l'offerta di moneta. Le riserve aggiuntive detenute dalla banca centrale si manifestano come un flusso in uscita di capitali ufficiali, un debito del conto capitale. La compensazione di questo debito è il flusso in entrata di capitale (un credito) associato con una riduzione di pari ammontare nelle proprie attività estere.

3. Descrivete gli effetti di una svalutazione inattesa sul bilancio della banca centrale e sui conti della bilancia dei pagamenti.

Risposta

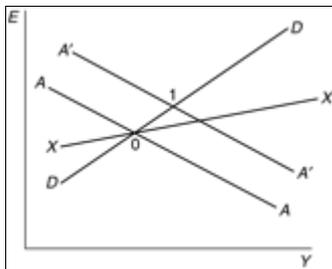
Una svalutazione inattesa un tantum inizialmente aumenta la produzione; questo aumento, a sua volta, genera una crescita della domanda di moneta. La banca centrale deve far fronte alla maggiore domanda di moneta acquistando attività estere con valuta nazionale; questo passo aumenta le passività della banca centrale (e l'offerta di moneta nazionale) nello stesso tempo in cui ne aumenta le attività estere. L'aumento delle riserve estere ufficiali è un flusso in uscita di capitali ufficiali; a esso corrisponde, nel conto della bilancia dei pagamenti, un flusso in uscita di capitali di pari ammontare associato con la riduzione delle attività estere detenute dal settore privato (il privato deve scambiare attività estere con la moneta che acquista dalla banca centrale, vendendo attività straniere o prendendo in prestito all'estero valuta di altri paesi. Entrambi i corsi di azione sono un flusso in ingresso di capitale). Una questione più incerta è la seguente: quando il prezzo della valuta estera aumenta, il valore dello stock iniziale di riserve estere cresce se misurato in termini di valuta nazionale.

Questo guadagno di capitale di per sé aumenta le attività estere della banca centrale (che nella nostra analisi sono state misurate in unità di valuta nazionale): pertanto, dove il corrispondente aumento di passività? La banca centrale immette nell'economia una quantità maggiore di valuta o di riserve per il sistema bancario per portare in equilibrio il proprio bilancio? La risposta è che le banche centrali generalmente creano passività di conto fittizie per compensare l'effetto delle fluttuazioni del tasso di cambio sul valore in valuta nazionale delle riserve internazionali. Questi guadagni e queste perdite di capitale non portano automaticamente a variazioni nella base monetaria.

4. Spiegate perché una svalutazione migliora il saldo del conto corrente nel modello di questo capitolo. (Suggerimento: utilizzate la curva XX introdotta nel capitolo precedente.)

Risposta

Come illustrato nella Figura 7.1, una svalutazione causa uno spostamento della curva AA verso A'A', che riflette un'espansione sia in termini di produzione sia dell'offerta di moneta nell'economia. La Figura 7.1 contiene anche una curva XX lungo la quale il saldo del conto corrente è in pareggio. L'equilibrio iniziale, in corrispondenza del punto 0, si trovava sulla curva XX, a riflettere il fatto che il saldo del conto corrente era in pareggio. Dopo la svalutazione, il nuovo punto di equilibrio è spostato in alto e a sinistra rispetto alla curva XX, nella regione che indica un avanzo del saldo del conto corrente. In regime di prezzi fissi, una svalutazione migliora la competitività di un'economia, incrementandone le esportazioni, diminuendo le importazioni e aumentando il livello di produzione.



5. Il seguente passo è apparso sul New York Times del 22 settembre 1986 (si veda "Europeans May Prop the Dollar", p. D1).²⁶
 "Per evitare che il dollaro si deprezzi rispetto al marco tedesco, le banche centrali europee dovrebbero vendere marchi e comprare dollari, una procedura conosciuta come 'interventi sul mercato dei cambi'. Ma l'ammontare delle valute sul mercato è ben maggiore delle quantità detenute dai governi. Miliardi di dollari di valuta sono scambiati ogni giorno. Senza il supporto di Stati Uniti e Giappone è improbabile che persino gli interventi dei due paesi più importanti della Comunità Europea – Regno Unito e Germania Occidentale – possano avere un forte impatto sul mercato. Tuttavia, proprio l'affermazione della volontà di intervenire da parte delle banche centrali della Comunità potrebbe influenzare il mercato con il suo effetto psicologico. Gli economisti affermano che gli interventi funzionano solo quando i mercati sono in situazioni insolitamente erratiche, come è accaduto dopo l'assassinio di un presidente, oppure quando gli interventi sono usati per spingere i mercati nella stessa direzione verso la quale sarebbero comunque andati."
- Siete d'accordo con l'affermazione secondo cui la Germania Occidentale ha poca capacità di influenzare il tasso di cambio del marco?
 - Siete d'accordo con l'affermazione dell'ultimo paragrafo sull'efficacia degli interventi?
 - Descrivete in che modo "l'affermazione della volontà di intervenire" può avere un "effetto psicologico" sul mercato dei cambi.
 - Provate a riscrivere i precedenti paragrafi in un linguaggio più preciso, in modo da riflettere quanto avete imparato in questo capitolo.

Risposta

- La Germania chiaramente aveva la capacità di modificare il cambio dollaro/marco semplicemente intervenendo sulla propria offerta di moneta. Il fatto che "miliardi di dollari di valuta sono scambiati ogni giorno" è irrilevante, perché i tassi di cambio equilibrano i mercati per stock di attività, mentre i volumi di scambi menzionati sono flussi.
- È necessario distinguere tra intervento di sterilizzazione e intervento non sterilizzato. L'evidenza relativa all'intervento sterilizzato suggerisce che i suoi effetti sono limitati

all'aspetto di segnalazione. Questo aspetto potrebbe benissimo essere della massima importanza quando i mercati sono in situazioni "insolitamente erratiche", e i segnali comunicati potrebbero essere massimamente credibili quando la banca centrale non tenta di opporre resistenza alle nette tendenze del mercato (che dipendono dall'intera gamma di politiche macroeconomiche del governo, tra gli altri fattori). L'intervento non sterilizzato, invece, è uno strumento potente per influire sui tassi di cambio.

c) "L'effetto psicologico" di una "affermazione della volontà di intervenire" potrebbe essere definito con più precisione come un effetto sul livello futuro atteso del tasso di cambio. Se la banca centrale è in grado di convincere gli operatori che interverrà per deprezzare la propria valuta, questi venderanno la valuta prima del deprezzamento. Questa azione comporterà di per sé un deprezzamento della valuta senza che sia avvenuto alcun intervento. Ovviamente, "l'affermazione della volontà di intervenire" può avere un effetto psicologico solo se la banca centrale gode di credibilità.

d) Un modo possibile per riscrivere i paragrafi precedenti è il seguente:

"Per evitare che il dollaro si deprezzi rispetto al marco tedesco, le banche centrali europee dovrebbero vendere marchi e comprare dollari, una procedura conosciuta come "interventi sul mercato dei cambi".

Dato che gli stock disponibili di titoli in dollari e in marchi sono ingenti, è improbabile che gli interventi di sterilizzazione nel mercato del dollaro/marco, anche se effettuati dai due paesi più importanti della Comunità Europea – Regno Unito e Germania Occidentale – possano avere un effetto. Il motivo è che l'intervento di sterilizzazione modifica soltanto le offerte relative di titoli, lasciando invariata l'offerta di moneta nazionale. Un intervento da parte di Stati Uniti e Germania che non fosse sterilizzato, invece, influirebbe solo sull'offerta di moneta di questi paesi e avrebbe un impatto significativo sul cambio dollaro/marco.

Gli economisti sono convinti che l'influenza diretta dell'intervento sterilizzato sui tassi di cambio sia minima in confronto a quella di un intervento non sterilizzato. Anche l'intervento sterilizzato, tuttavia, può influire sui tassi di cambio attraverso la propria influenza indiretta sulle aspettative degli operatori del mercato in merito alle politiche future. Tali effetti psicologici, che possono derivare semplicemente dall'affermazione della volontà di intervenire da parte delle banche centrali della Comunità, potrebbero influenzare il mercato creando confusione tra gli operatori in relazione ai piani ufficiali. L'effetto di segnalazione dell'intervento è molto più probabile che porti vantaggio alle autorità nel caso in cui le loro altre politiche macroeconomiche siano già state aggiustate in modo da spingere il tasso di cambio nella direzione desiderata.

6. Riuscite a pensare a ragioni per cui un governo potrebbe essere disposto a sacrificare parte della sua capacità di utilizzo della politica monetaria per avere tassi di cambio più stabili?

Risposta

La stabilità del tasso di cambio potrebbe risultare preferibile all'autonomia nella politica monetaria per diverse ragioni. Innanzitutto, un paese che abbia una storia di elevata inflazione potrebbe aver bisogno di impegnarsi per un regime di tasso di cambio fisso per tenere sotto controllo l'inflazione. Questa è una linea di condotta adottata molto di frequente nei paesi che non hanno banche centrali indipendenti che utilizzano la politica monetaria come mezzo per sostenere una politica di espansione fiscale. In secondo luogo, una riduzione del rischio legato alla valuta può rimuovere un'importante barriera al commercio e agli investimenti internazionali. Infine, le autorità di politica economica potrebbero scegliere di sacrificare l'autonomia per sottoscrivere accordi di cooperazione con altri paesi finalizzati a ridurre il rischio di politiche di tipo beggar-thy-neighbor. Tutti questi vantaggi devono essere soppesati in relazione al costo della perdita dell'autonomia monetaria. Se una nazione fissa il proprio tasso di cambio con un paese con il quale è impegnata in un ciclo economico altamente coordinato, questa scelta potrebbe comportare un costo eccessivo. Se invece il paese è soggetto a frequenti shock idiosincratichi, la perdita della politica monetaria come strumento per affrontare queste perturbazioni potrebbe essere superiore a qualunque guadagno derivante dalla stabilità del tasso di cambio.

7. In che modo un'espansione fiscale influenza il saldo del conto corrente di un paese in un regime di cambi fissi?

Risposta

Con un aumento della produzione, l'espansione fiscale aumenta le importazioni, peggiorando pertanto il saldo del conto corrente. La diminuzione immediata del saldo del conto corrente tuttavia è inferiore rispetto a quella che si avrebbe in regime di cambi flessibili, perché la

valuta non si apprezza ed evita l'aumento di esportazioni nette.

8. Spiegate perché le espansioni fiscali temporanee e permanenti non hanno effetti diversi quando i tassi di cambio sono fissi, come invece avviene nel caso di cambi flessibili.

Risposta

Gli effetti delle espansioni fiscali temporanee e permanenti sono diversi in regime di cambi flessibili, perché una politica temporanea non ha effetto sul tasso di cambio atteso, cosa che invece avviene con una politica permanente. La curva AA si sposta con una variazione del tasso di cambio atteso. Nei termini del diagramma, un'espansione fiscale permanente causa uno spostamento verso il basso e a sinistra della curva AA che, combinato con lo spostamento verso l'esterno della curva DD, si traduce in un livello invariato della produzione. In regime di cambi fissi, invece, non ci sono variazioni del tasso di cambio atteso in nessuno dei due casi, in quanto il tasso di cambio è, per definizione, fisso. In risposta alle espansioni fiscali temporanee e permanenti, la banca centrale deve aumentare l'offerta di moneta (spostamento all'esterno di AA) per evitare che la valuta si apprezzi (a causa dello spostamento verso l'esterno della curva DD). Quindi, Y sale ed E non cambia in seguito a un'espansione fiscale permanente o temporanea in un regime di cambi fissi.

9. La svalutazione è spesso usata dai paesi per migliorare il saldo del conto corrente. Poiché il conto corrente è uguale al risparmio nazionale meno l'investimento interno (si veda il Capitolo 2), tale miglioramento è possibile se l'investimento diminuisce, il risparmio aumenta o entrambe le cose. In che modo una svalutazione influenza il risparmio nazionale e l'investimento interno?

Risposta

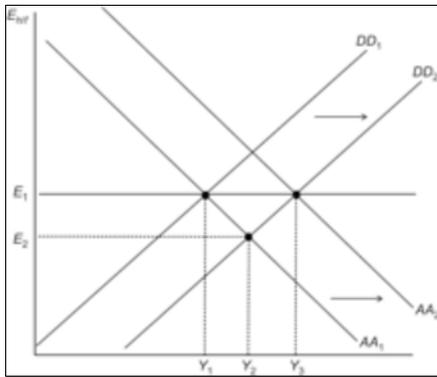
Con un'espansione della produzione, una svalutazione aumenta automaticamente il risparmio privato, in quanto parte di qualunque incremento della produzione viene investito come risparmio. Le entrate fiscali del governo aumentano con la produzione, pertanto è probabile che il deficit di bilancio diminuisca; questo implica anche un aumento del risparmio privato. Nel testo abbiamo assunto che l'investimento sia costante. Se invece l'investimento dipende negativamente dal tasso d'interesse reale (come nel modello IS-LM), l'investimento cresce perché la svalutazione aumenta le aspettative inflazionistiche, diminuendo quindi il tasso d'interesse reale.

(Il tasso di interesse nominale rimane invariato a livello mondiale.) Anche le componenti della spesa per consumi sensibili al tasso d'interesse crescono, e se questi effetti legati al tasso d'interesse sono sufficientemente forti, ne potrebbe derivare un disavanzo del saldo di conto corrente.

10. Usando il modello DD-AA, analizzate l'effetto sul livello di produzione e sulla bilancia dei pagamenti di un dazio sulle importazioni in cambi fissi. Cosa accadrebbe se tutti i paesi del mondo cercassero simultaneamente di migliorare il livello di occupazione e la bilancia dei pagamenti usando dei dazi?

Risposta

Un dazio sulle importazioni aumenta il prezzo dei beni importati per i consumatori nazionali e sposta il consumo dei beni importati verso i prodotti nazionali. Questo genera uno spostamento verso l'esterno della curva DD, aumentando la produzione e apprezzando la valuta. Dato che la banca centrale non può consentire una variazione dei tassi di cambio, deve incrementare l'offerta di moneta, un'azione che nel diagramma è illustrata come uno spostamento verso l'esterno della curva AA. In corrispondenza di questa espansione monetaria si ha un avanzo della bilancia dei pagamenti e un incremento equivalente delle riserve estere ufficiali.



La diminuzione delle importazioni per un paese implica una riduzione delle esportazioni per un altro paese, e un corrispondente spostamento verso l'interno della curva DD di quel paese, che richiede una contrazione monetaria da parte della banca centrale, necessaria per mantenere il tasso di cambio fisso. Se tutti paesi imponessero dazi di importazione, nessuno riuscirebbe a volgere a proprio favore la domanda mondiale o ad aumentare le riserve attraverso un miglioramento della propria bilancia dei pagamenti. I volumi degli scambi commerciali tuttavia si ridurrebbero, e tutti paesi perderebbero parte dei guadagni derivanti dal commercio.

11. Quando una banca centrale svaluta, dopo una crisi della bilancia dei pagamenti, generalmente accresce le sue riserve estere. Questo afflusso di capitali può essere spiegato dal nostro modello? Cosa accadrebbe se il mercato anticipasse un'ulteriore svalutazione in un futuro prossimo?

Risposta

Se il mercato si aspetta che la svalutazione è destinata a continuare, il tasso d'interesse nominale nazionale scende a livello mondiale. Successivamente, la domanda di moneta aumenta e la banca centrale acquista attività estere con valuta nazionale per evitare che l'eccesso di domanda di moneta provochi un apprezzamento della valuta. Secondo il nostro modello, quindi, la banca centrale guadagna riserve ufficiali. Anche se nel prossimo futuro dovesse verificarsi un'altra svalutazione, le riserve potrebbero aumentare se la prima svalutazione diminuisse il deprezzamento atteso per il futuro e, con esso, il tasso d'interesse nominale nazionale. Una svalutazione iniziale inadeguata potrebbe invece aumentare la svalutazione attesa per il futuro, con effetti opposti sulla bilancia dei pagamenti.

12. Supponete che nel *dollar standard* successivo alla seconda guerra mondiale le banche centrali abbiano detenuto le riserve in dollari sotto forma di banconote chiuse nei loro forzieri piuttosto che in titoli del Tesoro statunitense. Il meccanismo di aggiustamento monetario internazionale sarebbe stato simmetrico o asimmetrico? (Suggerimento: pensate a cosa accadrebbe all'offerta di moneta degli Stati Uniti e del Giappone se, per esempio, la Banca del Giappone vendesse yen in cambio di titoli in dollari.)

Risposta

Se la Banca del Giappone detiene dollari invece di titoli del Tesoro, il meccanismo di aggiustamento è simmetrico. Qualunque acquisto di dollari da parte della Banca del Giappone porta a una diminuzione dell'offerta di moneta degli Stati Uniti, in quanto le banconote statunitensi escono dalla circolazione per finire nei forzieri della Banca del Giappone. Un avanzo della bilancia dei pagamenti giapponese aumenta l'offerta di moneta della Banca del Giappone (in assenza di interventi di sterilizzazione) e riduce allo stesso tempo l'offerta di moneta degli Stati Uniti.

13. "Quando i titoli nazionali ed esteri sono perfetti sostituti, una banca centrale dovrebbe essere indifferente fra utilizzare attività nazionali o estere per attuare le politiche monetarie." Discutete.

Risposta

Una banca centrale che mantenga un tasso di cambio fisso avrà bisogno di avere a disposizione uno stock regolatore di attività estere durante i periodi di disavanzo permanente della bilancia dei pagamenti. Se una banca centrale esaurisce il proprio stock di riserve

estere, non è più in grado di evitare che il proprio tasso di cambio si deprezzi in risposta a pressioni derivanti da un disavanzo della bilancia dei pagamenti. In altre parole, una banca centrale può scegliere il tasso di cambio e consentire la variazione delle proprie riserve oppure scegliere l'ammontare di riserve estere detenute e consentire la fluttuazione del tasso di cambio. Se perde la capacità di controllare l'ammontare di riserve perché la loro domanda privata supera l'offerta, non è più in grado di controllare il tasso di cambio. Pertanto, una banca centrale che mantenga un tasso di cambio fisso non è indifferente all'uso di attività nazionali o estere per implementare la politica monetaria.

14. Gli interventi degli Stati Uniti sul mercato dei cambi sono a volte effettuati dal Fondo di Stabilizzazione del Cambio (FSC), un settore del Dipartimento del Tesoro che gestisce un portafoglio di titoli pubblici statunitensi e di attività in valuta estera. Per esempio, un intervento del FSC per sostenere lo yen prenderebbe la forma di una ricomposizione del portafoglio a favore dei titoli in yen e a sfavore di quelli in dollari. Mostrate che gli interventi del FSC sono automaticamente sterilizzati e quindi non alterano le offerte di moneta. In che modo tali interventi influenzano il premio al rischio sul tasso di cambio?

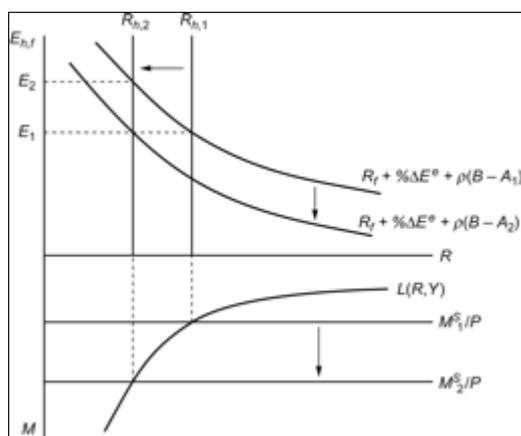
Risposta

Un intervento del FSC a sostegno dello yen implica uno scambio di attività denominate in dollari inizialmente detenute dal FSC in cambio di attività denominate in yen inizialmente detenute dal settore privato. Dal momento che questo è uno scambio di un tipo di titolo con un altro, non ci sono variazioni dell'offerta di moneta, quindi questa transazione è automaticamente sterilizzata. Questa transazione aumenta lo stock in essere di attività denominate in dollari detenute dal settore privato, che aumenta il premio al rischio sulle attività denominate in dollari.

15. Utilizzate un grafico come quello della Figura 7.6 per spiegare come la banca centrale può alterare il tasso di interesse interno, mantenendo il tasso di cambio fisso, nell'ipotesi di attività non perfettamente sostituibili.

Risposta

Nell'ipotesi di attività non perfettamente sostituibili, una banca centrale può modificare i cambi di interesse nazionale senza influire sul tasso di cambio. Ad esempio, se la banca centrale desidera abbassare il tasso di interesse nazionale, può acquistare attività nazionali e incrementare l'offerta di moneta. Per sterilizzare questo intervento, la banca centrale dovrebbe anche vendere attività estere detenute nelle proprie riserve. Nel diagramma riportato sotto, l'incremento dell'offerta di moneta da M_1 a M_2 provoca una diminuzione del tasso di interesse nazionale da $R_{h,1}$ a $R_{h,2}$. Tuttavia, l'acquisto di attività nazionali causa una diminuzione da $p(B - A_1)$ a $p(B - A_2)$ del premio al rischio che le attività nazionali devono pagare quando lo stock di attività nazionali detenuto dalla banca centrale aumenta da A_1 a A_2 . Questa riduzione del rendimento atteso in valuta nazionale delle attività estere compensa la diminuzione del tasso d'interesse nazionale e lascia invariato a E_1 il tasso di cambio.



16. Nel testo del capitolo, abbiamo analizzato come il bilancio della banca centrale di Pecunia si modifica in seguito alla vendita di attività estere per un valore di 100 dollari. L'ipotesi di

quell'esempio era che il compratore delle attività estere pagasse in contanti, utilizzando la valuta di Pecunia. Supponete, invece, che il compratore paghi con un assegno emesso sul suo conto presso la Pecuniacorp, una banca commerciale privata. Usando uno schema di bilancio come quelli presentati nel testo, mostrate come questa transazione influenza il bilancio della banca centrale e l'offerta di moneta.

Risposta

Attività

FA: 900

DA: 1500

Passività

Depositi detenuti dalle banche: 400

Valuta: 2000

Le attività estere della banca centrale continuano a diminuire, e di conseguenza devono continuare a diminuire anche le passività. In questo caso, tuttavia, la valuta non è cambiata, ma dopo che l'assegno viene incassato, la banca emittente ha \$ 100 in meno detenuti come deposito presso la banca centrale.

17. Nel testo, abbiamo notato come i sistemi a cambi "fissi" non sempre implicino tassi di cambio perfettamente fissi, ma possano a volte dar vita alla definizione di bande ristrette, all'interno delle quali il tasso di cambio può muoversi. Per esempio, i "punti dell'oro" menzionati nella nota 17 danno vita a tali bande in regime di gold standard. (Tipicamente, quelle bande erano dell'ordine dell'1% al di sopra e al di sotto della parità "centrale".) Fino a che punto l'esistenza di queste bande per il tasso di cambio consente al tasso di interesse domestico di muoversi indipendentemente dal tasso estero? Dimostrate che la risposta dipende dalla maturità o scadenza dei tassi di interesse. Per aiutarvi, assumete che le variazioni consentite dalle bande al tasso di cambio siano dell'1% e considerate, alternativamente, tassi su depositi a tre mesi, a sei mesi e a un anno. Con bande così ristrette, ci sarebbero sufficienti margini di indipendenza sui tassi a 10 anni?

Risposta

Sì, all'interno di una zona target il tasso di interesse domestico ha una certa libertà di muoversi indipendentemente dal tasso estero. Nel caso di un tasso a un anno, potremmo vedere che quando R^* aumenta dell'1%, la valuta nazionale si deprezza dell'1%, riportando al centro della banda l'apprezzamento atteso della valuta nazionale e quindi compensando la riduzione dell'1% del tasso d'interesse. Con una maturità più breve, in teoria ci si potrebbe attendere una variazione del tasso di cambio fino al 2% (dal limite superiore al limite inferiore della banda) in tre mesi. Questo consentirebbe ai tassi a tre mesi di avere un differenziale del 2%, che si traduce in una distanza di oltre l'8% per i tassi annualizzati. Tanto più è breve la maturità, quanto più la differenza diventa sostanzialmente senza limiti. Questo però richiederebbe che il tasso di cambio fisso rimanga credibile. Su un'obbligazione a 10 anni, si può avere una differenza dei tassi solo dello 0,2%, in quanto l'apprezzamento atteso potrebbe essere al massimo dello 0,2% all'anno per i 10 anni.

18. In un mondo a tre paesi, una banca centrale fissa un tasso di cambio, ma lascia l'altro fluttuare. Può usare la politica monetaria per influenzare la produzione? Può fissare entrambi i tassi di cambio?

Risposta

In un mondo a tre paesi, una banca centrale fissa un tasso di cambio, ma lascia l'altro fluttuare. Rimane sempre costretta nella sua capacità di utilizzare la politica monetaria. Deve manipolare l'offerta di moneta per mantenere il tasso d'interesse a un livello che mantenga la parità dei tassi di interesse. Non ha autonomia. Allo stesso tempo, non può mantenere fisso più di un tasso di cambio.

19. Nel Caso Studio sulle riserve internazionali abbiamo sostenuto che, tranne nel caso in cui vi sia un sistema con valuta di riserva, un tentativo da parte di tutte le banche centrali di aumentare simultaneamente le proprie riserve internazionali tramite la vendita di attività nazionali sul mercato aperto potrebbe avere un effetto recessivo sull'economia mondiale. Spiegate confrontando il caso di un sistema simile al gold standard e di un sistema con valuta di riserva.

Risposta

Considerate un esempio in cui la Francia venda attività nazionali (DA) in cambio di oro. Se le altre banche centrali desiderano trattenere il proprio oro monetario, aumenteranno i tassi di interesse (vendendo attività nazionali per ridurre l'offerta di moneta) per evitare che l'oro lasci il loro paese. La conseguenza potrebbe essere che tutte le banche centrali riducono le proprie attività nazionali continuando a detenere la stessa quantità di oro. In altre parole, se la Francia cercasse di vendere attività nazionali in cambio di oro e tutte le altre banche centrali agissero nello stesso modo, l'effetto netto sarebbe che si avrebbe sempre la stessa quantità di oro sul lato delle attività del bilancio di tutte le banche centrali combinate, con una riduzione delle attività nazionali. Quindi, le attività in totale sono diminuite e si è avuta una contrazione monetaria. Se invece la Francia acquistasse attività in dollari statunitensi da detenere come riserve in un sistema con valuta di riserva, potrebbe acquistare dollari sul mercato aperto in cambio di attività nazionali. Se gli investitori desiderano detenere dollari e il prezzo dei dollari inizia ad aumentare, la Fed può facilmente incrementare l'offerta di dollari acquistando attività estere in cambio di dollari. Quindi entrambi i paesi avranno incrementato le proprie riserve estere, senza che si renda necessaria una riduzione delle attività di bilancio.

20. Se un paese modifica il proprio tasso di cambio, anche il valore delle sue riserve internazionali, misurate in valuta domestica, cambia. Questo cambiamento può rappresentare un guadagno o una perdita in valuta domestica per la banca centrale. Che cosa accade quando un paese svaluta la sua moneta contro quella di riserva? E quando rivaluta? Come questo fattore potrebbe influenzare il costo potenziale di detenere riserve internazionali? Assicuratevi di considerare il ruolo della parità dei tassi di interesse nel formulare la vostra risposta.

Risposta

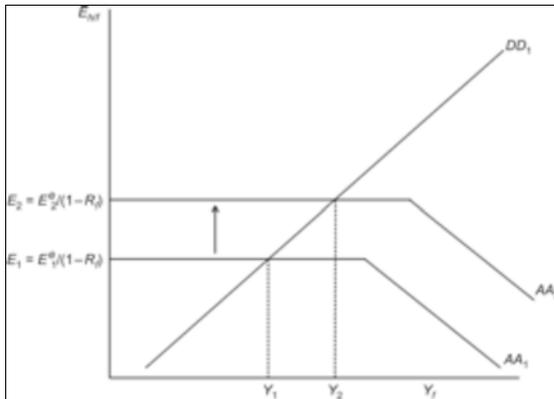
Quando un paese svaluta la propria moneta contro la valuta di riserva, il valore delle sue riserve in valuta estera rimane invariato, mentre il valore in valuta locale ora è diverso. Una svalutazione, grazie alla quale la valuta estera ora può acquistare maggiore valuta locale, porta a un incremento del valore delle riserve misurate in valuta locale. Se un paese rivaluta, questo porterà a perdite in valuta locale. Questi guadagni e perdite potenziali derivanti dalla valutazione influiranno sui costi delle riserve. Un paese che riceva un tasso di interesse minore sui titoli emessi dal Tesoro americano rispetto a quelli che paga sul proprio debito registra un costo per la scelta di detenere riserve; se però vale la parità dei tassi di interesse non coperta, questa perdita dovuta alla differenza dei tassi di interesse dovrebbe essere esattamente compensata dalle variazioni del tasso di cambio e dai guadagni di valutazione, in quanto è previsto che la valuta locale si deprezzi rispetto al dollaro (dato che $R_{U.S.}$). Dall'altro lato, i paesi con grandi stock di dollari come riserve si espongono a perdite nel caso di un rapido deprezzamento del dollaro. Fin tanto che i tassi di interesse statunitensi sono maggiori di quelli locali (come dovrebbe essere nel caso in cui ci si attenda un deprezzamento del dollaro), queste perdite saranno compensate dai guadagni del tasso d'interesse. D'altro canto, nel caso di variazioni inattese del tasso di cambio, vedremo materializzarsi dei guadagni o delle perdite di valutazione senza alcun pagamento di tassi di interesse in compensazione. In un certo senso, un costo del detenere grandi stock di riserve è l'esposizione a queste variazioni inattese.

21. Analizzate il risultato di una svalutazione permanente da parte di un'economia che si trova in una trappola della liquidità come quella descritta nel Capitolo 6.

Risposta

Un'economia che si trovi in una trappola della liquidità ha una curva AA con una sezione piatta a livelli di produzione molto al di sotto della produzione di pieno impiego Y_f . Quando il tasso d'interesse è uguale a zero, mantenendo fisso il tasso di cambio atteso, la parità dei tassi di interesse determina il tasso di cambio come $E_{h/f} = E^e / (1 - R_f)$. Quindi, qualunque tentativo di deprezzare la valuta attraverso un'espansione dell'offerta di moneta lascerà invariato il tasso di cambio, in quanto i tassi di interesse non possono essere negativi. Un incremento temporaneo dell'offerta di moneta sposterebbe semplicemente la curva AA verso destra, espandendo la sezione piatta della curva AA e lasciando invariati il tasso di cambio e la produzione. Quindi, un paese che si trovi in una trappola della liquidità ha difficoltà a incrementare la produzione attraverso la politica monetaria. Potrebbe aumentare il tasso di interesse riducendo l'offerta di moneta, ma questo nei fatti non farebbe che peggiorare la recessione ($Y_1 < Y_f$).

Se invece la banca centrale si impegnasse per un incremento permanente dell'offerta di moneta e una svalutazione permanente del tasso di cambio, potrebbe plausibilmente stimolare l'economia attraverso la politica monetaria. Una svalutazione permanente, se credibile, modificherà il tasso di cambio atteso. Nel diagramma che segue, il tasso di cambio atteso aumenta da E_1^e a E_2^e . Questo causa uno spostamento verso l'alto e a destra della curva AA (in quanto la svalutazione permanente viene attuata con un incremento dell'offerta di moneta). La variazione del tasso di cambio atteso provoca una svalutazione immediata della valuta, portando a un aumento della spesa in prodotti nazionali. Tutto ciò dipende dalla credibilità dell'impegno della banca centrale verso una svalutazione. Se la banca centrale non è in grado di convincere gli agenti del fatto che opererà una svalutazione permanente (senza cambiare condotta in seguito), il tasso di cambio atteso non subirà alcuna variazione e la produzione non subirà influenze.



Pearson Italia S.p.A. © 2013, tutti i diritti riservati, P.I. 07415430011.

[Privacy policy](#)

Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Se foste responsabili della politica macroeconomica di un piccolo paese aperto agli scambi con l'estero, quali effetti qualitativi avrebbe ognuno dei seguenti fatti sul vostro obiettivo di equilibrio esterno?
 - a) Sono state scoperte grandi riserve di uranio all'interno del vostro paese.
 - b) Il prezzo mondiale del vostro principale bene di esportazione, il rame, cresce permanentemente.
 - c) Il prezzo mondiale del rame cresce temporaneamente.
 - d) C'è un aumento temporaneo del prezzo mondiale del greggio.

Risposta

- a) Dato che sono necessari forti investimenti per lo sviluppo dell'attività estrattiva dell'uranio, punterete a un maggiore disavanzo del saldo del conto corrente per consentire al nostro paese di finanziare parte dell'investimento con risparmio estero.
- b) Un aumento permanente del prezzo mondiale della rame causerebbe un disavanzo del conto corrente di breve termine se l'aumento del prezzo vi inducesse a investire maggiormente nell'estrazione del rame. Se invece non ci sono effetti sugli investimenti, il vostro obiettivo di equilibrio esterno non cambierebbe, perché la scelta ottimale sarebbe semplicemente quella di spendere l'introito aggiuntivo.
- c) Un aumento temporaneo del prezzo mondiale della rame causerebbe un avanzo del conto corrente. Vorreste quindi appianare i consumi del vostro paese risparmiando parte del suo reddito temporaneamente più elevato.
- d) Un aumento temporaneo del prezzo mondiale del greggio causerebbe un disavanzo del conto corrente se il nostro paese fosse un importatore di petrolio, mentre genererebbe avanzo nel caso in cui fosse un paese esportatore di greggio.

2. In un sistema di *gold standard* del tipo analizzato da Hume, descrivete come l'equilibrio della bilancia dei pagamenti fra due paesi, A e B, viene ristabilito dopo un trasferimento di reddito da B ad A.

Risposta

Dato che la propensione marginale al consumo in relazione al reddito è inferiore a uno, un trasferimento di reddito da B ad A aumenta il risparmio in A e lo riduce in B. Pertanto, A ha un avanzo del saldo del conto corrente, mentre B ha un disavanzo corrispondente. Nel mondo di Hume, questo corrisponde a uno squilibrio della bilancia dei pagamenti, che deve essere finanziato tramite flussi di oro da B ad A. Questi flussi di oro aumentano l'offerta di moneta di A e diminuiscono quella di B, spingendo verso l'alto i prezzi in A e causandone una diminuzione in B. Queste variazioni dei prezzi cessano una volta ripristinato l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

3. Nonostante le crisi del gold standard prima del 1914, le variazioni dei tassi di cambio erano rare per le economie principali (inclusi i paesi europei più ricchi e gli Stati Uniti). Al contrario, tali variazioni divennero frequenti nel periodo fra le due guerre. Potete dare ragione di questo contrasto?

Risposta

Le variazioni nella parità riflettevano sia disallineamenti iniziali sia crisi della bilancia dei

pagamenti. I tentativi di ritorno alla parità del periodo precedente la guerra effettuati dopo la guerra ignoravano i cambiamenti avvenuti nei fondamentali dell'economia causati dal conflitto. Questo rendeva non pienamente credibili alcuni tassi di cambio e incoraggiavano le crisi della bilancia dei pagamenti. Anche gli impegni delle banche centrali per la parità del loro erano meno che credibili dopo la sospensione del gold standard del periodo bellico, e come risultato della sempre maggiore preoccupazione dei governi per le condizioni economiche interne.

4. In un sistema di gold standard, i paesi possono adottare politiche monetarie eccessivamente restrittive se tutti cercano invano di appropriarsi di una fetta maggiore delle limitate riserve mondiali di oro. Possono gli stessi problemi sorgere in un sistema con moneta di riserva, quando i titoli denominati nelle differenti valute sono perfetti sostituti?

Risposta

In regime di gold standard, una contrazione monetaria porterà a un aumento delle riserve di oro della Banca centrale del paese che attua la contrazione, se gli altri paesi non perseguono una politica simile. Se però tutti i paesi attuano simultaneamente questa politica, questa non può avere successo, in quanto le riserve totali di oro sono fisse nel breve periodo. In un sistema con moneta di riserva, invece, una contrazione monetaria causa un aumento incipiente del tasso di interesse nazionale, che attira capitale estero. La banca centrale deve adeguarsi all'ingresso di capitale estero per mantenere la parità del tasso di cambio. Si ha quindi un aumento delle riserve estere della Banca centrale pari alla riduzione delle attività nazionali detenute. Non ci sono ostacoli a un aumento contemporaneo delle riserve da parte di tutti le banche centrali, perché queste acquistano maggiori crediti sul paese della valuta di riserva mentre i cittadini di quel paese finiscono con un corrispondente aumento delle passività.

5. Una banca centrale che adotta tassi di cambio fissi può sacrificare la propria autonomia nel determinare la politica monetaria interna. A volte si ritiene che in questo caso la banca centrale debba rinunciare alla possibilità di usare la politica monetaria per combattere la spirale prezzi-salari. Il ragionamento procede in questo modo: "Supponete che i lavoratori domandino salari più elevati e che gli imprenditori li concedano, ma che allo stesso tempo aumentino i prezzi dei prodotti per coprire i maggiori costi di produzione. I prezzi sono quindi più elevati, e i saldi reali momentaneamente più bassi, così che per evitare un aumento del tasso di interesse che porterebbe all'apprezzamento della valuta, la banca centrale deve acquistare valuta estera ed espandere l'offerta di moneta. Questa politica 'accomoda' l'iniziale domanda di maggiori salari con una crescita monetaria, e l'economia si sposta permanentemente a un livello più elevato di salari e prezzi. Con un tasso di cambio fisso non c'è dunque modo di contenere i prezzi e i salari". Cosa c'è di sbagliato in questo ragionamento?

Risposta

L'aumento dei prezzi a livello nazionale rende meno attraenti le esportazioni nazionali e causa un disavanzo del conto corrente. Questo diminuisce l'offerta di moneta e causa pressioni contrattive nell'economia, che hanno la funzione di mitigare e alla fine invertire la domanda di salari più elevati e gli aumenti dei prezzi.

6. Supponete che la banca centrale di un piccolo paese si trovi di fronte a un aumento del tasso di interesse mondiale R^* . Qual è l'effetto sulle sue riserve valutarie? E sull'offerta di moneta? Può la banca centrale contrastare uno o entrambi questi effetti attraverso operazioni domestiche di mercato aperto?

Risposta

Un aumento del tasso di interesse mondiale porta a una riduzione delle riserve estere della banca centrale, in quanto i residenti nazionali scambiano il contante con titoli esteri. Questo porta a un declino dell'offerta di moneta del paese. La banca centrale di un "piccolo" paese non può compensare questi effetti, in quanto non è in grado di alterare il tasso di interesse mondiale. Un tentativo di sterilizzare la perdita di riserve attraverso acquisti sul mercato aperto sarebbe destinato al fallimento, a meno che i titoli siano sostituiti imperfetti.

7. Come possono le restrizioni sulle transazioni private di capitale modificare il problema del raggiungimento dell'equilibrio interno ed esterno in presenza di tassi di cambio fissi? Quali costi

possono comportare tali restrizioni?

Risposta

Le restrizioni sulle transazioni private di capitale isolano il tasso di interesse interno da quello mondiale. Per raggiungere l'equilibrio interno è possibile utilizzare la politica monetaria così come quella fiscale. Dato che non ci sono flussi di capitale contrastanti, per raggiungere l'equilibrio interno è possibile utilizzare la politica monetaria così come quella fiscale. I costi del controllo sui movimenti di capitale comprendono l'inefficienza che viene prodotta quando il tasso di interesse interno è diverso da quello mondiale e i costi elevati dell'imposizione dei controlli.

8. Nel 1961, la Germania si trovò ad affrontare il dilemma posto da un avanzo esterno e da un'economia in forte espansione. Di conseguenza, flussi di capitali speculativi entrarono in Germania e il governo si sentì obbligato a rivalutare la propria moneta (invece di svalutarla). Riuscite a spiegare in che modo questa "crisi della rivalutazione" o "attacco mediante afflussi speculativi" potrebbe operare quando un governo (come quello tedesco al tempo) teme fortemente l'inflazione? Il ragionamento è diverso da quello alla base della crisi da svalutazione discussa nel Capitolo 7, in quanto i tassi di interesse vengono spinti verso il basso dagli speculatori e non c'è pericolo di esaurimento delle riserve estere.

Risposta

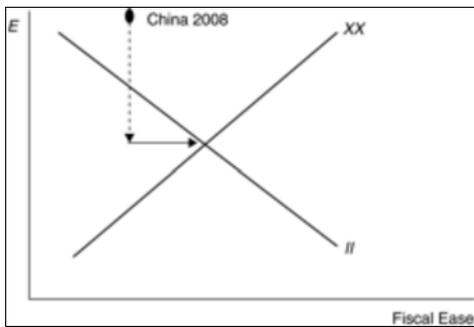
Un attacco tramite afflussi speculativi è diverso dalla fuga di capitali, tuttavia è possibile tracciare molti paralleli. In un attacco con flussi "in uscita", gli speculatori vendono valuta nazionale e assorbono le attività estere della banca centrale. La banca centrale potrebbe sempre decidere di difendersi, aumentando i tassi di interesse a livelli inverosimilmente elevati; se però non è disposta a danneggiare l'economia con una politica monetaria rigida, deve optare per un atteggiamento meno severo. Un attacco tramite "afflussi speculativi" è simile per il fatto che la banca centrale può sempre mantenere la stabilità; è solo che le conseguenze di questa scelta potrebbero essere più sgradevoli rispetto a quella di rompere la stabilità. Se i flussi monetari sono in ingresso, la banca centrale deve acquistare attività estere per evitare che la valuta si apprezzi. Se la Banca centrale non è in grado di sterilizzare i flussi in ingresso (e alla fine potrebbe esaurire le attività domestiche da vendere per sterilizzare le transazioni laddove stia acquistando attività estere), dovrà lasciare che la valuta si apprezzi o che l'offerta di moneta aumenti. Se non è disposta a consentire un aumento dell'inflazione dovuto a un aumento dell'offerta di moneta, la scelta di rompere la stabilità potrebbe essere preferibile.

9. Siete un consulente economico del governo cinese nel 2008. Il paese ha un avanzo di conto corrente e sta fronteggiando crescenti pressioni inflazionistiche.
- a) Mostrate la posizione dell'economia cinese in un grafico come quello riportato nella Figura 8.1
 b) Quale sarebbe il vostro consiglio su come le autorità dovrebbero modificare il tasso di cambio del renminbi?

Quale sarebbe il vostro consiglio relativamente alla politica fiscale? A questo proposito avete tre informazioni: primo, l'avanzo di conto corrente è elevato, oltre il 9 percento del PIL. Secondo, la Cina attualmente fornisce un livello piuttosto basso di servizi pubblici ai cittadini. Terzo, il governo cinese vorrebbe attrarre lavoratori dalle campagne nel settore manifatturiero, perciò i funzionari cinesi preferirebbero mitigare qualsiasi impatto negativo del pacchetto di politiche economiche sull'occupazione urbana.

Risposta

a) Sappiamo che la Cina ha un avanzo di conto corrente molto ampio, che la colloca al di sopra della curva XX. Il paese sta inoltre fronteggiando pressioni inflazionistiche moderate (descritte come "crescenti" nel quesito, il che implica che non sono molto forti). Questo suggerisce che la Cina è al di sopra della curva II, ma non molto lontana da essa. Si posizionerebbe nella zona 1 (vedere sotto).



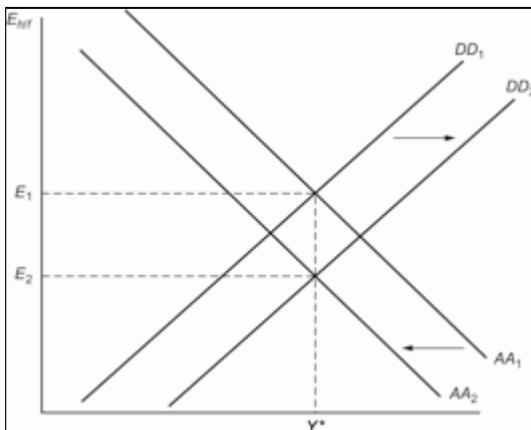
Cina 2008 Manovra fiscale

- b) La Cina deve apprezzare il tasso di cambio per spostarsi verso il basso sul grafico verso l'equilibrio (indicato sul grafico con una linea tratteggiata verso il basso).
 c) La Cina dovrebbe espandere la spesa pubblica per spostarsi verso destra e raggiungere il punto di equilibrio generale. Tale politica aiuterebbe a smorzare la pressione negativa sulla domanda aggregata che l'apprezzamento potrebbe generare.

10. Usate il modello DD-AA per analizzare gli effetti di un aumento uniperiodale del livello estero dei prezzi, P^* . Se il tasso di cambio futuro atteso E_e si riduce immediatamente in proporzione a P^* (secondo la PPP), mostrate che anche il tasso di cambio si apprezzerà immediatamente in proporzione all'aumento di P^* . Se l'economia è inizialmente in equilibrio interno ed esterno, tale posizione verrà modificata dall'aumento di P^* ?

Risposta

L'aumento del livello estero dei prezzi sposterà verso l'esterno e verso destra la curva DD, in quanto la domanda di prodotti nazionali aumenta (le esportazioni crescono, le importazioni diminuiscono). Se anche il tasso di cambio atteso diminuisce, si avrà uno spostamento verso sinistra della curva AA, in quanto le attività estere offrono un rendimento inferiore in valuta nazionale. Alla fine, la valuta nazionale si apprezzerà di una proporzione pari all'aumento del livello estero dei prezzi, lasciando invariata la produzione. Non ci saranno variazioni nell'equilibrio interno o all'esterno del paese.



11. Se il *tasso di inflazione* estero aumenta in modo permanente, vi aspettate che il tasso di cambio flessibile isoli l'economia nazionale nel breve periodo? Che cosa accade nel lungo periodo? Nel rispondere all'ultima domanda, ponete attenzione alla relazione di lungo periodo tra tassi di interesse nominali nazionale ed estero.

Risposta

Un aumento del tasso di inflazione estero dovrebbe portare a un apprezzamento di breve periodo della valuta nazionale, in quanto i consumatori spostano i propri consumi verso beni nazionali relativamente più convenienti. L'apprezzamento della valuta nazionale mitigherà gli effetti dell'inflazione estera riducendo il prezzo dei beni importati. Quindi, il tasso di cambio flessibile funziona meglio nell'isolare l'economia dall'inflazione estera rispetto a un tasso di cambio fisso.

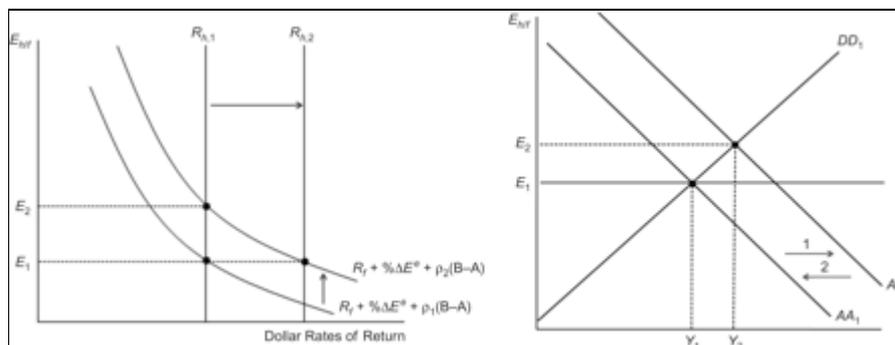
Nel lungo periodo, l'aumento dell'inflazione estera agirà attraverso la PPP relativa per provocare la diminuzione dei tassi di interesse interni in relazione ai tassi di cambio nazionali.

tutto questo lo possiamo vedere combinando la condizione di parità del tasso di interesse: $\% E_{h/f} = R_h - R_f$ con la condizione di PPP relativa: $\% E_{h/f} = \pi_h - \pi_f$ per ottenere: $\pi_h - \pi_f = R_h - R_f$. Quindi, un aumento di π_f causerà una diminuzione proporzionale di $R_h - R_f$.

12. Immaginate che i titoli nazionali ed esteri siano sostituiti imperfetti e che gli investitori improvvisamente dirottino la domanda verso i titoli in valuta estera, aumentando il premio al rischio sulle attività nazionali (Capitolo 7). Quale regime di cambio minimizza gli effetti sulla produzione, cambi fissi o flessibili?

Risposta

Un aumento del premio al rischio sulle attività nazionali sposterà la curva AA verso destra, a riflettere il fatto che l'equilibrio del mercato dell'attività ora viene ottenuto a un tasso di cambio più elevato (ossia con un deprezzamento della valuta nazionale). Con tassi di cambio flessibili, la valuta deprezzata stimolerà la domanda di beni esportati, portando a uno spostamento lungo la curva DD fino al ripristino dell'equilibrio generale a una valuta deprezzata (E_2) e ad un livello di produzione più alto (Y_2). Con un tasso di cambio fisso, la banca centrale dovrebbe rispondere a un premio al rischio più alto sulle attività nazionali aumentando il tasso di interesse nazionale per mantenere costante il tasso di cambio a E_1 . Come risultato, la curva AA tornerebbe al proprio livello originale e la produzione rimarrebbe invariata. Quindi, l'effetto sulla produzione sarebbe il minimo in un regime di tassi cambi fissi.



Rendimento in dollari

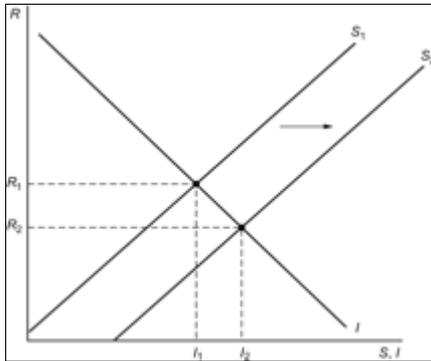
13. Il Caso Studio "Trasformazione e crisi nell'economia mondiale" presentava i grandi squilibri globali degli anni Duemila e suggeriva la possibilità di analizzare i fattori che determinano i tassi di interesse reali mondiali in termini di equilibrio tra domanda mondiale di risparmio (per finanziare gli investimenti) e offerta mondiale di risparmio (analogamente al caso di un'economia chiusa, com'è in effetti il mondo). Come primo passo nella formalizzazione di questa analisi, supponiamo che non ci siano differenze internazionali nei tassi di interesse reali a causa di variazioni attese dei tassi di cambio reali (per esempio, possiamo ipotizzare che sia un'analisi di lungo periodo in cui ci si attende che i tassi di cambio reali rimangano ai livelli di lungo periodo). Come secondo passo, supponiamo che un maggior tasso di interesse riduca l'investimento desiderato e faccia aumentare il risparmio desiderato in tutto il mondo. Potete costruire un semplice equilibrio di offerta-domanda nel mercato mondiale dei capitali nel quale le quantità (risparmiate o investite) siano sull'asse orizzontale e il tasso di interesse reale sia sull'asse verticale? In tale struttura, come un aumento nel risparmio mondiale, definito nel modo usuale come uno spostamento verso l'esterno dell'intera curva di offerta di risparmio, influenzerebbe il risparmio, gli investimenti e il tasso di interesse reale di equilibrio? Collegate la vostra discussione al quinto Caso Studio del capitolo e all'articolo di Ben S. Bernanke citato nel paragrafo "Ulteriori letture". [Per una esposizione classica di un modello simile, si veda Lloyd A. Metzler, "The Process of International Adjustment under Conditions of Full Employment: A Keynesian View", in Richard E. Caves e Harry G. Johnson (a cura di), *Readings in International Economics*, Homewood, IL, Richard D. Irwin, per l'American Economic Association, 1968, pp. 465-486).

Risposta

Il semplice modello di risparmi e investimenti rispetto al tasso di interesse reale può essere tracciato come illustrato sotto. L'aumento dei risparmi mondiali può essere illustrato come spostamento verso destra della curva dei risparmi.

Il risultato è che il tasso di interesse reale mondiale diminuisce, mentre l'ammontare di risparmi e investimenti aumenta.

Qui possiamo pensare alla storia dell'eccesso di risparmio globale. I tassi di interesse mondiali sono diminuiti in quanto i risparmi su larga scala (pubblici e privati), in particolare nei paesi con mercati emergenti, hanno fatto aumentare l'offerta di risparmi a livello mondiale. La diminuzione del tasso di interesse dovrebbe portare a un aumento degli investimenti mondiali. Se questi investimenti si verificano in paesi diversi da quelli che hanno aumentato i risparmi, l'aumento degli investimenti e il livello costante dei risparmi (o eventualmente la loro riduzione dovuta alla diminuzione del tasso d'interesse reale mondiale) in paesi come gli Stati Uniti porterà a disavanzi del conto corrente in questo paese e in paesi simili; al contrario si registreranno degli avanzi del conto corrente nei paesi che hanno aumentato i risparmi.



14. Il capitolo suggerisce che, poiché aumenti consistenti del prezzo del petrolio si trasferiscono sul reddito ai paesi che non possono espandere rapidamente il consumo o l'investimento e che quindi devono risparmiare la ricchezza inaspettata, i tassi di interesse reali mondiali nel breve periodo si riducono. Raccogliete i dati sul tasso di interesse reale negli Stati Uniti per il periodo 1970-1976, periodo che include il primo shock petrolifero. Come è variato il tasso di interesse statunitense?

Risposta

La tabella riportata sotto mostra l'andamento dei tassi di interesse del mercato monetario e dei tassi di inflazione degli Stati Uniti dal 1970 al 1976. Questi dati sono disponibili nelle statistiche finanziarie internazionali del FMI, disponibili nella maggior parte delle biblioteche. Supponendo che l'inflazione attesa sia uguale a quella effettiva, possiamo generare i tassi di interesse reali.

Il primo shock petrolifero inizia alla fine del 1973, pertanto il 1974 è il primo anno in cui ne vediamo gli effetti. I tre anni successivi allo shock petrolifero vedono tassi di interesse reali negativi, in confronto ai tassi positivi degli anni precedenti, coerentemente con la teoria (osservate che se l'inflazione fosse sorprendentemente elevata negli anni successivi allo shock petrolifero, e quindi il tasso di inflazione attesa fosse inferiore rispetto ai valori di questa tabella, il tasso d'interesse reale sarebbe più alto e i dati non potrebbero riflettere la teoria).

Anno	Tasso di interesse nominale	Inflazione	Tasso di interesse reale
1970	7,2%	5,9%	1,3%
1971	4,7%	4,3%	0,4%
1972	4,4%	3,3%	1,1%
1973	8,7%	6,2%	2,5%
1974	10,5%	11,0%	-0,5%
1975	5,8%	9,1%	-3,1%
1976	5,1%	5,7%	-0,6%

15. Abbiamo osservato in questo capitolo che le banche centrali estere, specialmente in Asia, accumularono dopo il 2000 ingenti quantità di riserve estere. Una preoccupazione persistente fu quella che le banche centrali, temendo il deprezzamento del dollaro, modificassero le loro riserve da dollari a euro. Mostrate che tale azione sarebbe equivalente a una massiccia vendita sterilizzata di dollari nel mercato dei cambi. Quali potrebbero essere gli effetti? Accertatevi di specificare la vostra ipotesi in merito alla perfetta o imperfetta sostituibilità tra attività.

Risposta

Se le altre banche centrali vendono dollari in cambio di euro, questo equivale a una vendita sterilizzata di dollari, perché le "attività" del bilancio della banca centrale degli Stati Uniti e delle altre banche centrali non sono variate. Quindi, l'offerta di moneta rimane comunque invariata. Dall'altro lato, abbiamo in circolazione una maggiore offerta di attività in dollari in relazione alle attività in euro rispetto a prima. Se questo non viene visto come un segnale di politica monetaria dell'area dollaro o dell'area euro e le attività sono perfetti sostituti, non ci dovrebbe essere alcun impatto sul tasso di cambio. Se l'azione sposta il premio al rischio verso le attività statunitensi perché l'offerta contrastante diventa eccessiva (e le attività sono in perfetti sostituti, vedere il Capitolo 7), l'azione potrebbe provocare un deprezzamento del dollaro contro l'euro.

Pearson Italia S.p.A. © 2013, tutti i diritti riservati, P.I. 07415430011.

[Privacy policy](#)



Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Perché le regole dello SME per l'estensione dei crediti della banca centrale da membri con moneta forte a membri con moneta debole hanno aumentato la stabilità dei tassi di cambio dello SME?

Risposta

La stabilità dello SME dipendeva dalla capacità delle banche centrali dei paesi membri di difendere le proprie valute. Il livello di riserve in valuta estera alle quali una banca centrale può accedere influisce sulla sua capacità di difendere la propria valuta; uno stock maggiore di riserve mette una banca centrale in una posizione migliore per difendere la propria valuta. I crediti della banca centrale di un paese con valuta forte possono aiutare la banca centrale di un paese a valuta debole a difendere la propria moneta mettendo a sua disposizione maggiori riserve quando la sua valuta è minacciata. Gli operatori del mercato dei cambi potrebbero essere meno inclini a speculare ai danni di una valuta debole se sanno che sono disponibili ampie riserve per la sua difesa.

2. Nello SME prima del settembre del 1992 il cambio lira italiana/marco poteva fluttuare sopra e sotto del 2,25%. Ipotizzate che la parità centrale lira/marco e le bande siano fissate in questo modo e non possano essere cambiate. Qual sarebbe la differenza massima possibile fra il tasso di interesse sui depositi *a un anno* in lire e in marchi? Qual sarebbe la differenza massima possibile fra i tassi di interesse sui depositi *a sei mesi* in lire e in marchi? E sui depositi a tre mesi? Vi sorprendono le risposte? Trovate una spiegazione intuitiva.

Risposta

La variazione massima del tasso di cambio lira/marco era del 4,5% (ipotizzando, ad esempio, che la lira parta dal punto superiore della sua banda per poi spostarsi fino in fondo a essa). In assenza di rischio di riallineamento, la differenza massima tra i depositi a un anno in marchi e quelli in lire avrebbe rispecchiato la possibilità che il tasso di cambio lira/marco potesse variare dal 4,5% nel corso dell'anno; quindi, in base alla parità dei tassi di interesse, il differenziale tra i tassi di interesse sarebbe stato del 4,5%. La differenza massima possibile depositi in marchi e in lire a sei mesi sarebbe stata del 9% circa. Questo riflette la possibilità che il tasso di cambio lira/marco potesse variare del 4,5% in sei mesi, che corrisponde a un tasso di cambio annualizzato del 9% circa ($1,045 \times 1,045 = 1,092$). La differenza sui depositi a tre mesi sarebbe potuta arrivare sino al 19,25% ($1,045^4$). La spiegazione intuitiva di queste differenze è che non stiamo mantenendo costante l'arco temporale nel quale si verifica la variazione del 4,5% del tasso di cambio, ma stiamo esprimendo tutti i tassi di interesse su base annualizzata.

3. Continuate con l'esercizio precedente. Immaginate che in Italia il tasso di interesse sui titoli pubblici a cinque anni sia dell'11% annuo, mentre in Germania sia dell'8% annuo. Quali sarebbero le implicazioni per la credibilità dell'attuale parità dei cambi lira/marco?

Risposta

Una differenza del 3% sul tasso annuale di un titolo pubblico a cinque anni implicava una differenza sui cinque anni pari a $1,035 = 1,159$ (ossia, il 15,9%). Questo significa che la variazione prevista del tasso di cambio lira/marco nell'arco di cinque anni era molto superiore all'ammontare che sarebbe coerente con il mantenimento delle bande dello SME. Quindi, con questi differenziali sugli interessi su bande di cinque anni, il livello di credibilità per il

mantenimento della banda dello SME era basso.

4. Le risposte agli ultimi due problemi richiedono l'ipotesi che le variazioni del tasso di interesse e del tasso di cambio siano legate dalla condizione di parità dei tassi di interesse? Perché sì o perché no?

Risposta

Le risposte ai due problemi precedenti si basano sulla relazione tra tassi d'interesse e tassi di cambio suggerita dalla parità dei tassi di interesse, in quanto questa condizione collega i rendimenti delle attività denominate in diverse valute. Un premio al rischio introdurrebbe un altro fattore in questa relazione; a questo punto i differenziali tra tassi di interesse non sarebbero uguali alla variazione attesa del tasso di cambio.

5. Supponiamo che la Norvegia aderisca all'euro, ma subito dopo l'area dell'eu-ro benefici di un aumento della domanda mondiale di esportazioni di beni dell'UEM ma non norvegesi. Che cosa succede al tasso di cambio fra la corona e le monete non UEM? Com'è influenzata la Norvegia? In che modo la dimensione di questo effetto dipende dal volume di scambi fra la Norvegia e gli altri paesi dell'UEM?

Risposta

Uno spostamento favorevole della domanda di beni di un paese comporta l'apprezzamento del tasso di cambio reale di quel paese. Uno spostamento favorevole della domanda mondiale di esportazioni di beni dell'UEM ma non norvegesi provoca un apprezzamento dell'euro (e quindi della corona norvegese) contro le valute non UEM. Questo influisce negativamente sulla produzione norvegese. L'effetto negativo sulla produzione per la Norvegia è minore quanto maggiore è la proporzione degli scambi commerciali tra Norvegia e altri paesi della zona euro (e pertanto quanto minore è la proporzione degli scambi commerciali tra Norvegia i paesi non appartenenti alla zona euro).

6. Utilizzate il diagramma GG-LL per dimostrare come un aumento dell'entità e della frequenza di spostamenti inattesi della funzione di domanda di moneta di un paese influenzi il livello di integrazione economica con un'area valutaria alla quale il paese desidera aderire.

Risposta

Confrontate due paesi che differiscono solo per il fatto che uno registra spostamenti inattesi più ampi e più frequenti della propria funzione di domanda di moneta. Nei diagrammi DD-AA di ciascun paese, quello con la domanda di moneta più stabile presenta spostamenti più ampi e più frequenti della propria curva AA, che si traducono in variazioni più sensibili nella propria produzione. Il paese con una domanda di moneta più instabile trarrebbe maggiormente vantaggio da una politica monetaria in cui le autorità contrastino le variazioni della domanda di moneta; una politica di questo tipo sarebbe quella del tasso di cambio fisso. Pertanto, la perdita di stabilità economica derivante dall'ancoraggio del tasso di cambio sarebbe minore per un paese con una domanda di moneta più instabile; la sua curva LL sarebbe posizionata al di sotto e a sinistra della curva LL di un paese con una domanda di moneta stabile. L'analisi GG-LL suggerisce che un paese con una domanda di moneta relativamente instabile trarrebbe vantaggio a un'unione valutaria a un livello inferiore di integrazione monetaria rispetto a un paese con una domanda di moneta relativamente stabile.

7. Durante la pressione speculativa sul Meccanismo dei Tassi di Cambio (ERM) dello SME, poco prima che il Regno Unito consentisse alla sterlina di fluttuare nel settembre del 1992, l'*Economist*, un settimanale londinese, dava il seguente giudizio:

"I critici del governo [britannico] vogliono tassi di interesse più bassi e pensano che questo sarebbe possibile se il Regno Unito svalutasse la sterlina, uscendo dall'ERM se necessario. Sbagliano. L'abbandono dell'ERM porterebbe presto a tassi di interesse più alti e non più bassi, dato che la gestione dell'economia britannica ha perso la credibilità già ottenuta con l'appartenenza all'ERM. Due anni fa i titoli del governo britannico davano tre punti percentuali in più di quelli tedeschi. Oggi il divario è di mezzo punto, e ciò riflette l'idea degli investitori che l'inflazione britannica stia ormai diminuendo in maniera permanente." (Si veda "Crisis? What Crisis?", *Economist*, 29 agosto 1992, p. 51).

- a. Perché i critici del governo britannico pensavano che sarebbe stato possibile far diminuire i tassi di interesse dopo aver fatto uscire la sterlina dall'ERM? (Il Regno Unito era in una profonda recessione nel periodo in cui l'articolo è stato pubblicato.)
- b. Perché l'*Economist* pensava che sarebbe accaduto l'opposto subito dopo l'uscita del Regno Unito dall'ERM?
- c. In che modo l'appartenenza all'ERM ha fatto guadagnare credibilità ai policy maker britannici? (Il Regno Unito è entrato nell'ERM nell'ottobre del 1990.)
- d. Perché un alto livello dei tassi di interesse nominali inglesi rispetto a quelli tedeschi avrebbe suggerito un'aspettativa di elevata inflazione futura nel Regno Unito? Riuscite a suggerire altre spiegazioni?
- e. Suggeste due ragioni per le quali i tassi di interesse britannici potrebbero essere stati un po' più alti dei tassi tedeschi nel periodo di uscita dell'articolo, nonostante la presunta "idea che l'inflazione britannica stia ormai diminuendo in maniera permanente".

Risposta

- a. Facendo parte dell'ERM, le autorità monetarie britanniche erano obbligati a mantenere tassi di interesse nominali a un livello commisurato al bisogno di mantenere la sterlina nella banda di oscillazione della moneta. Se questo obbligo venisse rimosso, le autorità monetarie britanniche potrebbero perseguire una politica di espansione per stimolare l'economia. Questo causerebbe un deprezzamento della sterlina rispetto al marco tedesco e alle altre valute.
 - b. I giornalisti dell'*Economist* sono convinti che l'inflazione attesa futura aumenterà nel Regno Unito nel caso in cui questo esca dallo SME; questo a sua volta provocherà un aumento dei tassi di interesse nominali per l'effetto Fisher effect.
 - c. I policy maker britannici potrebbero aver guadagnato credibilità per essere fortemente impegnati a combattere l'inflazione e a mantenere il valore della sterlina attraverso l'adesione del Regno Unito all'ERM, in quanto erano disposti a consentire che l'economia britannica attraversasse un periodo prolungato di recessione senza ricorrere a un'espansione monetaria, che avrebbe messo in pericolo l'appartenenza del paese all'ERM.
 - d. Un livello elevato dei tassi di interesse britannici rispetto a quelli della Germania suggerirebbe un'elevata inflazione futura nel Regno Unito e relazione a quella della Germania in base alla relazione di Fisher. I tassi di interesse britannici più elevati potrebbero anche derivare da una domanda di moneta relativamente più alta nel Regno Unito (dovuta magari a una produzione britannica relativamente più alta) o da una crescita dell'offerta di moneta relativamente minore nel Regno Unito in confronto alla Germania.
 - e. I tassi di interesse britannici potrebbero essere stati un po' più alti dei tassi tedeschi se la produzione britannica fosse relativamente più elevata. Una differenza minore al momento dell'uscita dell'articolo citato potrebbe riflettere una crescita della produzione britannica relativamente scarsa nei due anni precedenti. Inoltre, i tassi d'interesse reali in Germania potrebbero essere cresciuti a causa dell'aumento della domanda di capitali per investimenti nella Germania orientale dopo la riunificazione.
8. Immaginate che lo SME diventi un'unione monetaria con una singola moneta, ma che non venga creata una banca centrale europea per gestire questa moneta. Al contrario, immaginate che il compito venga affidato alle diverse banche centrali nazionali, ognuna delle quali può emettere tanta moneta quanta ne desidera e condurre operazioni di mercato aperto. Che problemi prevedete pos-sano emergere da questo schema?

Risposta

Ciascuna banca centrale avrebbe tratto vantaggio dall'emissione di moneta perché avrebbe ottenuto rendimenti di signoraggio se avesse stampato moneta; ossia, avrebbe potuto scambiare moneta con beni e servizi. La creazione di moneta porta a inflazione, che le banche centrali non amano. Con un sistema di banche centrali, tuttavia, la banca centrale di ciascun paese avrebbe ottenuto totalmente il vantaggio del signoraggio derivante dalla stampa di moneta, ma avrebbe sostenuto solo parzialmente il costo dell'aumento dell'inflazione, in quanto quest'effetto sarebbe stato in qualche modo distribuito nell'intero SME. Questa situazione, dove la banca centrale non sostiene tutti i costi delle sue azioni, è un esempio di esternalità. Porta a una maggiore creazione di moneta di quella che si avrebbe altrimenti se le azioni delle banche centrali fossero coordinate.

9. Perché il fallimento nel creare un mercato del lavoro europeo unificato sarebbe particolarmente dannoso per la prospettiva di creazione di un'unione monetaria ben funzionante?

Risposta

Un mercato del lavoro unificato agevolerebbe la risposta dei paesi membri agli shock specifici dei diversi paesi. Supponete che vi sia un calo della domanda di beni francesi che provoca un aumento della disoccupazione in Francia. Se i lavoratori francesi potessero facilmente migrare verso altri paesi con migliori opportunità d'impiego, l'effetto della riduzione della domanda risulterebbe mitigato. Se invece i lavoratori non potessero spostarsi, si ha un maggiore incentivo a svalutare il franco francese per rendere i lavoratori più competitivi rispetto ai lavoratori di altri paesi. Il successo dell'UEM dipende sotto molti aspetti dalla capacità dei mercati del lavoro di effettuare quegli aggiustamenti che non sono più possibili con il ricorso al tasso di cambio. L'assenza di un mercato del lavoro unificato significherebbe che tutti gli aggiustamenti dovrebbero far leva su aggiustamenti salariali interni, una prospettiva di certo difficile.

10. Il Regno Unito è membro dell'UE, ma non ha ancora adottato l'euro e aspri dibattiti sono in corso su questa questione.
- Trovate dati macroeconomici sulla performance del Regno Unito dal 1998 (inflazione, disoccupazione, crescita del PIL reale) e confrontateli con quelli dell'area dell'euro.
 - Come si sono mossi i tassi di interesse nominali nel Regno Unito e nell'area dell'euro dopo il 1998? Cosa avrebbe fatto il Regno Unito se la BCE avesse fissato il tasso di interesse nominale al livello dell'area dell'euro e il tasso di cambio sterlina/euro fosse stato fisso?

Risposta

Il Regno Unito ha avuto risultati economici migliori per buona parte del periodo compreso tra il 1999 e il 2003. La crescita dell'occupazione e del PIL sono state superiori rispetto a una media dei risultati dell'area euro. Allo stesso tempo, i tassi a breve termine del mercato monetario sono stati superiori dal 2,5% allo 0,5% nel Regno Unito.

Se il Regno Unito avesse fatto parte dell'area euro, avrebbe condiviso la politica monetaria con gli altri paesi. Dall'altro lato, questo avrebbe significato tassi di interesse forse troppo bassi per il Regno Unito, con un'accelerazione della crescita nel paese e una probabile spinta dell'inflazione al di fuori dell'intervallo obiettivo del 2% preferito dalle autorità britanniche. Allo stesso tempo, l'ingresso del Regno Unito nell'area euro avrebbe significato che un tasso di crescita e un tasso di inflazione medi più elevati nella zona euro. Questo avrebbe potuto indurre la BCE ad aumentare il tasso d'interesse, una scelta che sarebbe potuta essere inappropriata per paesi come la Germania, che all'epoca stavano registrando una crescita lenta e una bassa inflazione.

11. I movimenti dei tassi di cambio esterni dell'euro possono essere interpretati come shock al mercato dei beni con effetti asimmetrici sui diversi paesi membri dell'area dell'euro. Quando l'euro si è apprezzato nei confronti della valuta cinese nel 2007, quale paese ha dovuto sopportare la maggiore riduzione della domanda aggregata fra la Finlandia, che non compete direttamente con la Cina nei suoi mercati di esportazione, e la Spagna, che invece compete? Che cosa sarebbe successo se la Spagna avesse mantenuto la sua vecchia valuta, la peseta?

Risposta

Quando l'euro si è apprezzato rispetto alla valuta cinese nel 2007, i paesi della UE che competono con la Cina nei mercati delle esportazioni di paesi terzi avrebbero dovuto vedere una maggiore riduzione della domanda aggregata, in quanto diversi clienti potrebbero essersi orientati verso i prodotti cinesi, divenuti relativamente più convenienti. Date le assunzioni di questo problema, la Finlandia sarebbe stata colpita in maniera minore rispetto alla Spagna. Se la Spagna avesse mantenuto la propria valuta, avrebbe potuto consentire alla propria valuta di deprezzarsi leggermente contro quella della Finlandia, in modo da avere un apprezzamento minore rispetto alla valuta cinese. Questa scelta avrebbe potuto mitigare gli effetti sugli esportatori spagnoli.

12. Nell'unione valutaria degli Stati Uniti, sembra che non ci sia mai preoccupazione in caso uno degli stati registri un ampio disavanzo di conto corrente. Avete mai visto questi dati sui giornali? Potete trovare i dati presso qualche fonte statistica del governo statunitense? Per esempio, si potrebbe pensare che lo stato della Louisiana sia incorso in un ampio disavanzo di conto corrente dopo la devastazione dell'uragano Katrina nel 2005. Ma il probabile disavanzo di conto corrente della Louisiana non è stato giudicato interessante dalla stampa finanziaria. Al contrario sappiamo che nel 2008 la Grecia registrava un disavanzo di conto corrente del 14,6% del PIL, il Portogallo del 12% e la Spagna del 9,8% (Tabella 9.3). I governi di questi paesi dovrebbero preoccuparsi dei loro ampi disavanzi? (Suggerimento: collegate la vostra risposta al dibattito sulla necessità del PSC).

Risposta

Proprio come la preoccupazione che i governi dei singoli paesi contrarrebbero prestiti eccessivi facendo pressione sulla BCE e inducendola a stampare moneta in eccesso, un eccessivo disavanzo del conto corrente per un singolo paese potrebbe essere il segnale di un livello eccessivo di ricorso al prestito in quel paese e potrebbe indicare un futuro bisogno di salvataggio da parte delle autorità monetarie. Inoltre, tuttavia, nel caso dell'UEM, dei disavanzi eccessivi del conto corrente a livello dei singoli paesi potrebbe indicare che l'euro è fortemente apprezzato contro i principali partner commerciali di quei particolari paesi o che la politica monetaria ha creato una spesa eccessiva o un boom degli investimenti in un paese. In entrambi i casi è un sintomo che un'unica politica monetaria potrebbe essere problematica per questi paesi.

Pearson Italia S.p.A. © 2013, tutti i diritti riservati, P.I. 07415430011.

[Privacy policy](#)



Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Quale portafoglio è meglio diversificato: uno che contiene azioni di un'impresa che produce dentiere e di un'impresa di caramelle o uno con azioni di una fabbrica di dentiere e di una centrale del latte?

Risposta

Il portafoglio meglio diversificato è quello che contiene azioni di una fabbrica di dentiere e di una centrale del latte. Anni di buoni risultati per l'impresa di caramelle potrebbero essere correlati con anni ugualmente positivi per la fabbrica di dentiere. Viceversa, il rendimento di un portafoglio contenente queste azioni sarebbe più volatile rispetto a quello con azioni del settore dentistico e della centrale del latte.

2. Immaginate un mondo con due paesi, in cui la sola causa di fluttuazione dei prezzi delle azioni è dovuta a variazioni inattese della politica monetaria. In quale regime di tassi di cambio vi attendete che i guadagni dal commercio internazionale siano maggiori: in cambi fissi o flessibili?

Risposta

Il nostro modello a due paesi (Capitolo 8) ha mostrato che in regime di cambi flessibili, l'espansione monetaria interna provoca l'aumento della produzione interna, ma una riduzione di quella estera. Quindi, le produzioni nazionali (e gli introiti delle imprese di questi due paesi) tenderanno a essere negativamente correlate in regime di cambi fissi, nel caso in cui tutti gli shock siano di natura monetaria. Il Capitolo 7 suggerisce tuttavia che la correlazione sarà positiva in regime di cambi fissi, sempre assumendo che tutti gli shock siano monetari. Pertanto i guadagni derivanti dallo scambio internazionale di attività saranno probabilmente maggiori in regime di cambi flessibili alle condizioni ipotizzate.

3. Il testo specifica che la parità coperta dei tassi di interesse vale abbastanza strettamente per i depositi denominati in valute differenti emessi in un singolo centro finanziario. Perché la stessa condizione non vale quando si confrontano depositi emessi in centri finanziari *differenti*?

Risposta

Il motivo principale è il rischio politico, come discusso nell'appendice al Capitolo 3.

4. Quando una banca americana accetta un deposito da una sua filiale estera, quel deposito è soggetto agli obblighi di riserva della Fed. In modo simile, tali obblighi sono imposti su qualsiasi prestito della filiale americana all'estero a favore di un residente americano o su qualsiasi attività che la filiale acquista dalla casa madre americana. Quale pensate sia la logica sottostante questi regolamenti?

Risposta

Gli obblighi di riserva sono importanti per la solvibilità delle banche. Mantenere riserve adeguate consente una banca di rimanere solvibile, anche in periodi in cui si trova ad affrontare una quantità relativamente elevata di ritiri relativi ai depositi. Tuttavia, obblighi di riserva più elevati significano una minore redditività della banca. Per creare una condizione di parità per le banche statunitensi con le filiali estere in confronto alle banche americane senza filiali estere, è importante assicurare che le prime non possano spostare le proprie attività in

un modo che riduca in loro obblighi alla riserva, un'opzione non aperta alle banche statunitensi senza filiali estere.

5. L'economista svizzero Alexander Swoboda ha sostenuto che l'iniziale crescita del mercato degli Eurodollari fosse dovuta al desiderio delle banche non americane di appropriarsi di parte della rendita che gli Stati Uniti incassavano in quanto emittenti della principale valuta di riserva. (Questa argomentazione è sostenuta in "The Euro-Dollar Market: An Interpretation", *Princeton Essays in International Finance* 64, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, febbraio 1968.) Siete d'accordo con l'interpretazione di Swoboda?

Risposta

Ancora una volta questa è una domanda a risposta indeterminata. La critica principale della tesi di Swoboda è che le banche centrali estere detenevano dollari in forma fruttifera, pertanto gli Stati Uniti traevano signoraggio dall'emissione di riserve solo fintantoché l'interesse corrisposto fosse inferiore al tasso che avrebbe pagato nel caso in cui il dollaro non fosse una valuta di riserva. La grande liquidità del dollaro rende plausibile questa tesi; tuttavia è impossibile affermare se l'ammontare delle signoraggio ottenuto dagli Stati Uniti fosse economicamente significativo.

6. Dopo l'inizio della crisi del debito dei paesi in via di sviluppo nel 1982 (si veda il prossimo capitolo), le autorità di regolamentazione bancaria degli Stati Uniti imposero restrizioni più severe sulla politica dei prestiti delle banche americane e delle loro sussidiarie. Negli anni Ottanta, la quota delle banche statunitensi nell'attività bancaria londinese diminuì. Potete suggerire un legame tra questi due avvenimenti?

Risposta

La regolamentazione più rigida delle banche statunitensi comportò un aumento dei loro costi operativi e le rese meno competitive rispetto alle banche non soggette a restrizioni così rigide. Questo fece sì che per le banche statunitensi diventasse più difficile competere con le banche estere e portò a un declino dell'attività bancaria americana nei mercati in cui era presente una concorrenza estera diretta non regolamentata.

7. Per quale ragione la crescente tendenza alla cartolarizzazione (*securitization*) potrebbe rendere più difficile per l'autorità di supervisione bancaria seguire l'andamento dei rischi nel sistema finanziario?

Risposta

Le banche sono soggette a maggiori regolamentazioni e hanno requisiti di responsabilizzazione più stringenti rispetto agli altri istituti finanziari. La cartolarizzazione aumenta il ruolo interpretato dalle istituzioni finanziarie non bancarie su cui le autorità di regolamentazione hanno minor controllo. Le autorità di regolamentazione inoltre effettuano un minore monitoraggio sulle istituzioni finanziarie non bancarie. Con l'aumento del ruolo delle istituzioni finanziarie non bancarie causate dalla cartolarizzazione, la proporzione del mercato finanziario soggetto alla supervisione delle autorità di regolamentazione del sistema bancario diminuisce, insieme alla capacità di queste autorità di tenere sotto controllo i rischi per il sistema finanziario.

8. Considerate l'esempio nel testo dei due paesi, H e F, che producono un ammontare incerto di kiwi e possono commerciare diritti su quei frutti. Supponete che i due paesi producano anche mirtilli e che questi ultimi, se trasferiti da un paese all'altro, vadano a male, diventando dunque beni non commerciabili. In che modo pensate che ciò influisca sul rapporto tra scambi internazionali di attività e PNL di H e F?

Risposta

La diversificazione internazionale dovrebbe diminuire, perché parte del consumo ora dipende esclusivamente dalle condizioni locali. In tal caso, gli agenti desiderano attività correlate con il prezzo di quel consumo. Le attività legate alla produzione locale di mirtilli aumenterebbero di prezzo nel momento in cui i mirtilli fossero costosi e diminuirebbero quando fossero convenienti. Questo aiuta i consumatori ad appianare il loro consumo di mirtilli. Essi vorranno

sempre una certa diversificazione internazionale, ma la presenza di una parte di consumo non commerciabile implica un livello inferiore di diversificazione.

9. Si sostiene a volte che l'uguaglianza fra i tassi di interesse reali a livello internazionale sia il barometro più preciso dell'integrazione finanziaria internazionale. Siete d'accordo? Perché sì o perché no?

Risposta

No, l'uguaglianza fra i tassi di interesse reali non è un barometro preciso dell'integrazione finanziaria internazionale.

Come abbiamo visto nel Capitolo 5, esiste una condizione di parità del tasso d'interesse reale, che è $r = r^* + \%^e q$, dove r è il tasso d'interesse reale interno, r^* è quello estero e $\%^e q$ è una variazione percentuale attesa del tasso di cambio reale. Se ci sono differenze reali di produttività tra i paesi o tendenze della domanda mondiale che portano alle variazioni attese del tasso di cambio reale nel tempo, potremmo vedere tassi di interesse reali differenti anche in presenza di mercati finanziari integrati perfettamente funzionanti.

10. Se osservate i dati pubblicati sul sito web del Bureau of Economic Analysis, vedrete che tra la fine del 2003 e la fine del 2007 il debito estero netto degli Stati Uniti è aumentato molto meno della somma dei disavanzi di conto corrente in quegli anni. Allo stesso tempo, il dollaro si è deprezzato. Qual è il legame? (Suggerimento: gli Stati Uniti prendono a prestito prevalentemente in dollari, ma hanno ingenti quantità di attività in valuta estera).

Risposta

Il rapporto tra conto corrente e PIL del Canada era compreso tra -4% e 3% nel periodo, e in senso netto era marginalmente positivo, seppur prossimo a zero. Il moderato avanzo di conto corrente degli ultimi cinque anni (1999–2003) ha certamente ridotto il debito netto, ma non è stato sufficiente. Nel periodo, il dollaro canadese si è deprezzato da 1,3 dollari canadesi contro un dollaro statunitense a 1,54 dollari canadesi contro un dollaro statunitense. Questo deprezzamento significa che le attività estere detenute dal Canada aumentavano di valore in termini locali, mentre le attività estere erano principalmente in dollari canadesi. Questo effetto di valutazione potrebbe ridurre il debito estero netto. Tale impatto è meno visibile se parte delle passività estere è denominata in valuta estera.

11. Nell'interpretare rapporti come quelli riportati nella Tabella 10.1, bisogna essere cauti nel trarre la conclusione che la diversificazione stia crescendo tanto rapidamente quanto i numeri ivi riportati. Supponete che un residente in Brasile acquisti un fondo azionario internazionale statunitense, che colloca i soldi dei suoi clienti nel mercato azionario brasiliano. Cosa succede alle passività e alle attività estere lorde del Brasile e degli Stati Uniti? Cosa succede alla diversificazione internazionale del Brasile e degli Stati Uniti?

Risposta

Le passività estere lorde degli Stati Uniti aumentano in quanto il Brasile vanta un diritto sul fondo, mentre la attività negli Stati Uniti aumentano in quanto il fondo acquista più capitale di rischio brasiliano. Analogamente, aumentano le attività e le passività estere del Brasile. Nessun cittadino americano però ha modificato le proprie attività estere, mentre i brasiliani hanno acquistato azioni brasiliane. È vero che il mercato è più globalizzato, ma i singoli agenti non sono più diversificati.



Problemi con soluzione

Rispondi alle seguenti domande. Le risposte possono essere lette facendo clic sul link sotto a ogni singolo quesito.

Potrai così verificare l'esattezza e la completezza delle risposte che avevi dato al termine della lettura di ciascun paragrafo sul libro.

Le formule sono state create in MathML; per una visione corretta è necessario visualizzarle in Firefox o dotarsi di un plugin apposito per gli altri browser.

Problemi

1. Può un governo raccogliere sempre più signoraggio semplicemente facendo crescere l'offerta di moneta più velocemente? Spiegate la vostra risposta.?

Risposta

L'ammontare del signoraggio raccolto dai governi non aumenta in modo crescente di pari passo con il tasso di espansione monetaria. Il ricavo reale derivante dal signoraggio è uguale al tasso di crescita monetaria moltiplicato per i saldi reali detenuti dal settore privato. Una maggiore crescita monetaria porta a un aumento dell'inflazione attesa futura e (per l'effetto Fisher) a tassi di interesse nominali più alti. Nella misura in cui una maggiore crescita monetaria aumenta il tasso d'interesse nominale e riduce i saldi reali che gli agenti sono disposti a detenere, questo porta a una diminuzione del signoraggio reale. Considerando la condizione di equilibrio di lungo periodo in cui il tasso d'interesse nominale è uguale a un tasso d'interesse reale costante più il tasso di crescita monetaria, un aumento del secondo fa aumentare i ricavi del signoraggio solo se l'elasticità della domanda di moneta reale rispetto al tasso di inflazione atteso è maggiore di -1. Gli economisti sono convinti che a tassi di inflazione molto alti, questa elasticità diventa fortemente negativa (piuttosto grande in valore assoluto).

2. Assumete che il tasso di inflazione annuo di un paese sia pari al 100% sia nel 1990 sia nel 2000, ma che l'inflazione sia in diminuzione nel primo anno e in aumento nel secondo. A parità di altre condizioni, in quale anno il signoraggio è più alto? (Assumete che i detentori di attività finanziarie anticipino correttamente il sentiero dell'inflazione.)

Risposta

Come si è visto nella risposta al Problema 1, il ricavo reale derivante dal signoraggio è uguale al tasso di crescita monetaria moltiplicato per i saldi reali detenuti dal settore privato. Un aumento della crescita monetaria porta a un'inflazione attesa futura più alta, a tassi di interesse nominali più elevati e ad una riduzione dei saldi reali che gli agenti sono disposti a detenere. In un anno in cui l'inflazione è pari al 100% e in aumento, l'ammontare dei saldi reali che gli agenti sono disposti a detenere è minore rispetto a un anno in cui l'inflazione è pari al 100% e in discesa; quindi, i ricavi derivanti dal signoraggio saranno più alti nel 1980, quando l'inflazione in discesa, rispetto al 1990, quando l'inflazione è in crescita.

3. All'inizio degli anni Ottanta, il governo brasiliano, con un tasso medio annuo di inflazione del 147%, ha raccolto solo l'1% della produzione sotto forma di signoraggio, mentre il governo della Sierra Leone ha ottenuto un signoraggio pari al 2,4% della produzione con un tasso di inflazione inferiore a un terzo di quello brasiliano. Riuscite a individuare differenze nelle strutture finanziarie dei due paesi che possano spiegare parzialmente questo risultato? (Suggerimento: la Sierra Leone aveva un rapporto moneta/produzione nominale pari al 7,7% in media; in Brasile il tasso era pari a solo all'1,4%.)

Risposta

Benché il tasso di inflazione medio del Brasile tra il 1980 e il 1985 fosse del 147%, il signoraggio ottenuto, essendo una percentuale della produzione, è stato meno della metà di quello raccolto dalla Sierra Leone, che aveva un tasso di inflazione medio del 43%. Dal momento che il signoraggio è il prodotto dell'inflazione e dei saldi reali detenuti dal settore privato, la differenza dei ricavi di signoraggio riflette un ammontare minore di saldi reali

detenuti in Brasile rispetto alla Sierra Leone. Di fronte a un'inflazione più elevata, i brasiliani trovano più vantaggioso economizzare sulla moneta detenuta rispetto ai cittadini della Sierra Leone. Questo potrebbe riflettersi in una struttura finanziaria in cui non è necessario detenere moneta per lungo tempo per effettuare transazioni grazie a innovazioni quali gli sportelli automatici.

4. Supponete che un'economia aperta ai movimenti internazionali di capitale abbia un tasso di cambio fisso strisciante, in virtù del quale la sua valuta è fissa in ogni momento, ma viene continuamente svalutata al tasso annuo del 10%. Quale dovrebbe essere la relazione tra il tasso di interesse nominale interno e il tasso di interesse nominale estero? Cosa succederebbe se il tasso di cambio fisso strisciante non fosse perfettamente credibile?

Risposta

In condizioni di parità del tasso d'interesse, il tasso d'interesse nominale del paese con il cambio fisso strisciante sarà superiore al tasso di interesse estero del 10%, in quanto il deprezzamento atteso della valuta (pari al 10%) deve essere uguale al differenziale di interesse. Se il cambio fisso strisciante non fosse perfettamente credibile, il differenziale d'interesse sarà superiore, in quanto la possibilità di una forte svalutazione provoca un aumento del deprezzamento atteso rispetto all'annunciato 10%.

5. Il debito estero accumulato da alcuni PVS (come l'Argentina) negli anni Settanta è in parte dovuto all'uscita (legale o illegale) di capitali a fronte delle aspettative di svalutazione della moneta. (I governi e le banche centrali prendevano a prestito valuta straniera per spingere in alto il proprio tasso di cambio, e questi fondi finivano in mano privata e in conti bancari a New York e altrove.) Poiché la fuoriuscita di capitali lascia il governo con un ampio debito, ma crea un pari ammontare di attività estere per i cittadini che portano la moneta all'estero, il debito netto consolidato del paese nel suo complesso non cambia. Questo significa che i paesi il cui debito pubblico estero è soprattutto il risultato dell'uscita dei capitali non fronteggiano alcun problema debitorio?

Risposta

La fuoriuscita di capitali tende a esacerbare i problemi di debito, perché il governo viene lasciato a sostenere da solo un maggiore debito estero, ma potrebbe non essere in grado di individuare e tassare gli agenti che hanno acquistato le riserve della banca centrale, che sono la controparte del debito, e che ora detengono la moneta in conti di banche estere. Per far fronte al proprio maggiore debito, pertanto, il governo deve tassare coloro che non hanno goduto dell'opportunità di portare i fondi fuori dal paese. Si verifica quindi una variazione nella distribuzione interna del reddito a favore di persone che probabilmente si trovano già in condizioni favorevoli. Una variazione regressiva di questo genere può dare origine a problemi politici.

6. Durante gli anni Settanta, molti prestiti dei PVS sono stati richiesti da imprese pubbliche. In alcuni PVS c'è stata una tendenza alla privatizzazione dell'economia vendendo le imprese pubbliche ad azionisti privati. I PVS avrebbero preso a prestito di meno o di più se le loro economie fossero state privatizzate prima?

Risposta

I prestiti a disposizione delle imprese private potevano essere minori rispetto a quelli offerti alle imprese pubbliche nell'eventualità in cui i creditori fossero convinti che le garanzie statali assicurassero la restituzione da parte delle imprese pubbliche. (In alcuni casi, come quello del Cile, tuttavia, il governo subì pressioni ex post per accollarsi anche i debiti dei creditori privati.) Le imprese private potevano anche dover affrontare una maggiore disciplina da parte del mercato, in quanto le loro perdite di esercizio difficilmente vengono coperte dalle entrate pubbliche. Le imprese private avrebbero pertanto dovuto limitare il ricorso a prestiti per progetti di alta qualità.

7. In che modo la decisione di un PVS di ridurre le restrizioni commerciali come i dazi alle importazioni potrebbe influenzare la sua capacità di ottenere prestiti sul mercato internazionale dei capitali?

Risposta

Prendendo l'economia più aperta al commercio e alle crisi commerciali, è probabile che la liberalizzazione dia a un paese in via di sviluppo una maggiore capacità di ottenere prestiti all'estero. In effetti, la sanzione per insolvenza è aumentata. Inoltre, ovviamente, un livello più alto di esportazioni rassicura i potenziali creditori sulla capacità del paese di far fronte ai propri debiti in futuro. Infine, scegliendo politiche che i creditori internazionali considerano valide, come i mercati aperti, i paesi migliorano la valutazione della loro affidabilità creditizia da parte dei creditori.

8. Dato il livello di produzione, un paese può migliorare il proprio saldo del conto corrente tagliando l'investimento o il consumo (pubblico o privato). Dopo l'inizio della crisi del debito negli anni Ottanta, molti PVS hanno migliorato il saldo del conto corrente tagliando gli investimenti. Si tratta di una strategia ragionevole?

Risposta

Un taglio degli investimenti oggi porterà a una riduzione della produzione domani, quindi questa potrebbe essere una strategia molto miope. L'opportunità politica, tuttavia, rende più facile tagliare gli investimenti rispetto ai consumi.

9. Perché l'Argentina dovrebbe trasferire il signoraggio agli Stati Uniti se rinunciasse al peso e dollarizzasse completamente la sua economia? Come misurereste la quantità di signoraggio sacrificata dall'Argentina? (Per completare questo esercizio, pensate ai passi che il paese dovrebbe compiere per dollarizzare l'economia. Potete assumere che le attività della banca centrale argentina siano interamente costituite da titoli del Tesoro statunitense.)

Risposta

Se l'Argentina dollarizzasse la propria economia, acquisterebbe dollari dagli Stati Uniti insieme a beni, servizi e attività. Questo equivale in sostanza a dare alla Federal Reserve degli Stati Uniti attività in cambio di banconote verdi da utilizzare come valuta domestica. Dal momento che l'Argentina adotta già un comitato monetario detenendo titoli del Tesoro degli Stati Uniti come proprie attività, la dollarizzazione non sarebbe così radicale come per un paese la cui banca centrale detenga attività nazionali. L'Argentina può scambiare i titoli statunitensi che detiene per ottenere dollari da utilizzare come valuta. Quando la domanda di moneta unita, il comitato valutario non può semplicemente stampare pesos e scambiarli con beni e servizi: deve vendere pesos e acquistare titoli del Tesoro degli Stati Uniti. Pertanto, optando per la dollarizzazione, il governo non ha rinunciato al proprio potere di tassare i propri cittadini attraverso il signoraggio, perché già non ha tale potere. Attraverso la dollarizzazione, tuttavia, l'Argentina perde interesse detenendo banconote americane non fruttifere invece di titoli del Tesoro degli Stati Uniti, che riconoscono un interesse. Quindi, l'ammontare del signoraggio ceduto agli Stati Uniti ogni anno sarebbe pari all'interesse perso (il tasso d'interesse nominale degli Stati Uniti moltiplicato per lo stock di moneta dell'Argentina). Questo si aggiunge al fatto che qualunque espansione dell'offerta di moneta richiede l'invio di beni, servizi o attività reali agli Stati Uniti in cambio di dollari (proprio come avviene con i titoli in regime di comitato valutario). Questa non è una perdita di lungo periodo, perché l'Argentina può utilizzare quei dollari (proprio come con i titoli) per ottenere beni e servizi dagli Stati Uniti in qualunque momento. Quindi, ciò che il paese perde è l'interesse che dovrebbe ottenere ogni anno in cui detiene i dollari.

10. I primi studi sull'ipotesi di convergenza economica, che osservavano dati per un gruppo di paesi attualmente industrializzati, hanno trovato che le economie che erano relativamente povere un secolo fa sono successivamente cresciute a tassi maggiori. È corretto inferire da questo risultato che l'ipotesi della convergenza è verificata?

Risposta

No. Limitarsi a osservare i paesi attualmente industrializzati e trovare una convergenza non è un metodo valido per verificare la convergenza. I paesi che attualmente godono di buone condizioni possono essere partiti da molte circostanze diverse, ma scegliendo soltanto paesi che attualmente sono ricchi, forziamo l'individuazione della convergenza. Si tratta di un errore comprensibile, perché i paesi attualmente ricchi sono quelli che molto più probabilmente hanno una serie di dati sufficientemente lunghi per verificare la convergenza; tuttavia, solo osservando una vasta serie di paesi possiamo davvero verificare se dobbiamo aspettarci che i paesi che attualmente sono poveri riescano a raggiungere le loro controparti

ricche.

11. Alcuni critici dell'adozione di tassi di cambio fissi da parte dei PVS sostengono che essi incentivino una forma di comportamento sleale. Siete d'accordo? (Suggerimento: potrebbero i debitori comportarsi diversamente se sapessero che i tassi di cambio possono essere modificati di giorno in giorno?)

Risposta

Il comportamento sleale deriva dal fatto che i debitori possono ottenere prestiti in valuta estera, assumendo che il governo manterrà la propria promessa di mantenere costante il tasso di cambio. Invece di coprirsi contro il rischio della volatilità del tasso di cambio, questi creditori assumono che il governo eviterà che il rischio si concretizzi. Il comportamento sleale deriva dal fatto che questi genitori adottano un comportamento rischioso e suppongono che il governo manterrà fisso il tasso di cambio, in parte per via della promessa in tal senso, ma in parte per evitare di danneggiare queste imprese che hanno contratto prestiti in valuta estera.

12. In alcune economie di mercato emergenti, sono denominate in dollari non solo le obbligazioni verso l'estero, ma anche quelle interne (cioè i debiti di un residente verso un altro residente). Questo fenomeno prende a volte il nome di *dollarizzazione delle passività*. In che modo la dollarizzazione delle passività può peggiorare la distruzione del mercato finanziario causata da un brusco deprezzamento della valuta nazionale rispetto al dollaro?

Risposta

La dollarizzazione delle passività significa che non solo gli attori del mercato finanziario globale affrontano il rischio legato ai tassi di cambio, ma che anche molti cittadini che operano semplicemente sui mercati locali si trovano di fronte a questi rischi. Questo significa che un deprezzamento può avere effetti molto più diffusi nell'economia. Se i mutui vengono stipulati in dollari statunitensi (come in Argentina nel 2001), i lavoratori che guadagnano in valuta locale si troveranno improvvisamente incapaci di pagare il proprio mutuo, in quanto il valore in valuta locale del loro debito aumenta, ma non il loro reddito. Questo porta a una diffusione delle insolvenze in tutta l'economia, a meno che non venga fatto qualcosa per alleviare l'impatto. Una delle uniche scelte, tuttavia, è convertire i prestiti in dollari in prestiti in valuta locale. Questo però ha un forte impatto sui creditori, se hanno bilanciato la propria attività in dollari con passività in dollari. Infine, se il numero sufficiente di debitori locali dichiara bancarotta a causa degli effetti negativi sul bilancio, questo potrebbe portare a un numero di insolvenze sufficiente a rendere insolvente l'intero sistema bancario.