

LA POLITICA MACROECONOMICA NELL'EMU

Formalmente, l'Unione Economica e Monetaria è iniziata nel 1999 con la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio tra i paesi membri. Tuttavia, essa è entrata a pieno regime il 1 gennaio 2002, quando 12 paesi (oggi 19) hanno rinunciato alle monete nazionali sostituendole con l'euro. Si tratta di un assetto istituzionale inedito per quanto concerne le modalità di condotta della politica economica: una sola banca centrale indipendente, dodici autorità fiscali politicamente indipendenti, dodici mercati del lavoro. In queste lezioni, cercheremo di utilizzare i modelli macroeconomici che abbiamo studiato nella prima parte del corso per analizzare il funzionamento della politica economica in questo peculiare contesto istituzionale.

Che genere di autorità di politica monetaria è la ECB?

La ECB è un'autorità di politica monetaria indipendente dai governi nazionali: essa sceglie autonomamente il suo target di inflazione (*target independence*), come pure gli strumenti di politica monetaria impiegati per conseguirlo (*instrument independence*). Il suo assetto istituzionale è stato plasmato da due influenze: da un lato, l'eredità del precedente responsabile della conduzione della politica monetaria in Europa, la Bundesbank; dall'altro il consenso prevalente tra gli economisti circa i modi di condotta della politica monetaria. La Bundesbank era costituzionalmente impegnata al mantenimento della stabilità dei prezzi, ed ha sempre posto grande enfasi sugli aggregati monetari (le varie misure dell'offerta di moneta) quale guida circa l'orientamento della politica monetaria. Il consenso diffuso tra gli economisti ha invece trovato espressione nell'idea che la banca debba utilizzare una regola di politica monetaria del tipo Taylor-rule per intervenire attivamente sul tasso di interesse al fine di guidare l'economia verso il target.

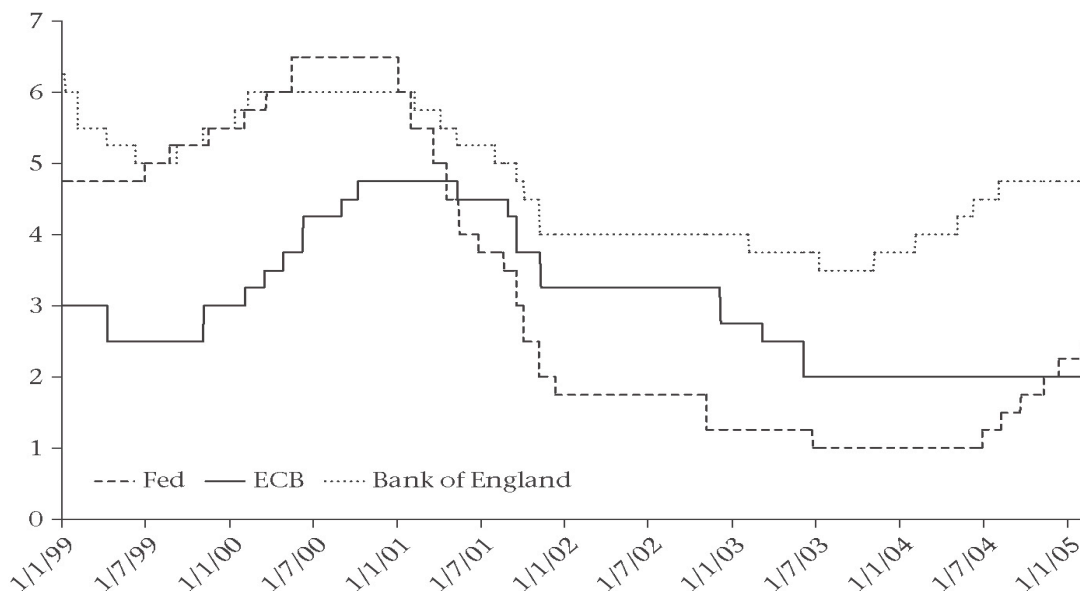
La ECB ha fissato un target inflazionistico nella fascia 0%-2%, definendo la sua strategia come basata su 'due pilastri': il tasso di inflazione e gli aggregati monetari. Viceversa, l'oggi indipendente Banca d'Inghilterra aveva un target inflazionistico fissato dal Governo al 2,5% (ridotto poi nel 2003 al 2%), e descrive la sua strategia come di 'inflation targeting'. In base ai principi fondanti dell'ECB, non vi è alcun motivo per cui ella debba agire se l'inflazione si riduce al di sotto del 2%, la qual cosa, dati i pericoli della trappola deflattiva in precedenza discussi, costituisce un aspetto particolarmente problematico del suo assetto operativo. Nel 2003, la ECB ha chiarito la sua definizione di stabilità dei prezzi, affermando come essa miri a mantenere un tasso di inflazione inferiore ma prossimo al 2% nel medio periodo. Sebbene ciò riduca la asimmetria, non la rimuove del tutto. L'esperienza della Banca d'Inghilterra suggerisce inoltre che sarebbe più saggio per la ECB fissare un target di inflazione più elevato del 2%.

Dall'analisi che gli economisti hanno condotto circa la prima fase operativa della ECB, sembra emergere che essa ha effettivamente operato seguendo una regola di Taylor. Uno studio empirico basato sull'analisi dei dati sino al 2002, ha evidenziato come le decisioni della ECB appaiano coerenti con una regola di Taylor in cui i pesi dell'output gap e delle deviazioni dall'inflazione dal target sono analoghi a quelli della FED e non a quelli attribuibili in precedenza alla Bundesbank (i pesi stimati sono pari a 1,1 per l'inflazione e 0,79 per l'output). Tuttavia, la ECB è stata aspramente criticata per aver reagito troppo in ritardo al rallentamento economico del 2001. La figura 1 mostra i tassi di interesse ufficiali fissati dalla FED, dalla ECB e dalla Banca di Inghilterra.

Ci sono diversi modi per riconciliare il fatto che i pesi utilizzati dalla ECB sono analoghi a quelli della FED con la percezione comune secondo la quale la ECB tende ad agire 'troppo poco e troppo tardi'. Se la ECB usasse la stessa regola di politica monetaria della FED, essa

produrrebbe lo stesso effetto stabilizzante sull'economia solo se i paesi dell'euro rispondessero alle decisioni della ECB nello stesso modo in cui gli Stati Uniti rispondono alle decisioni della FED.

Fig. 1



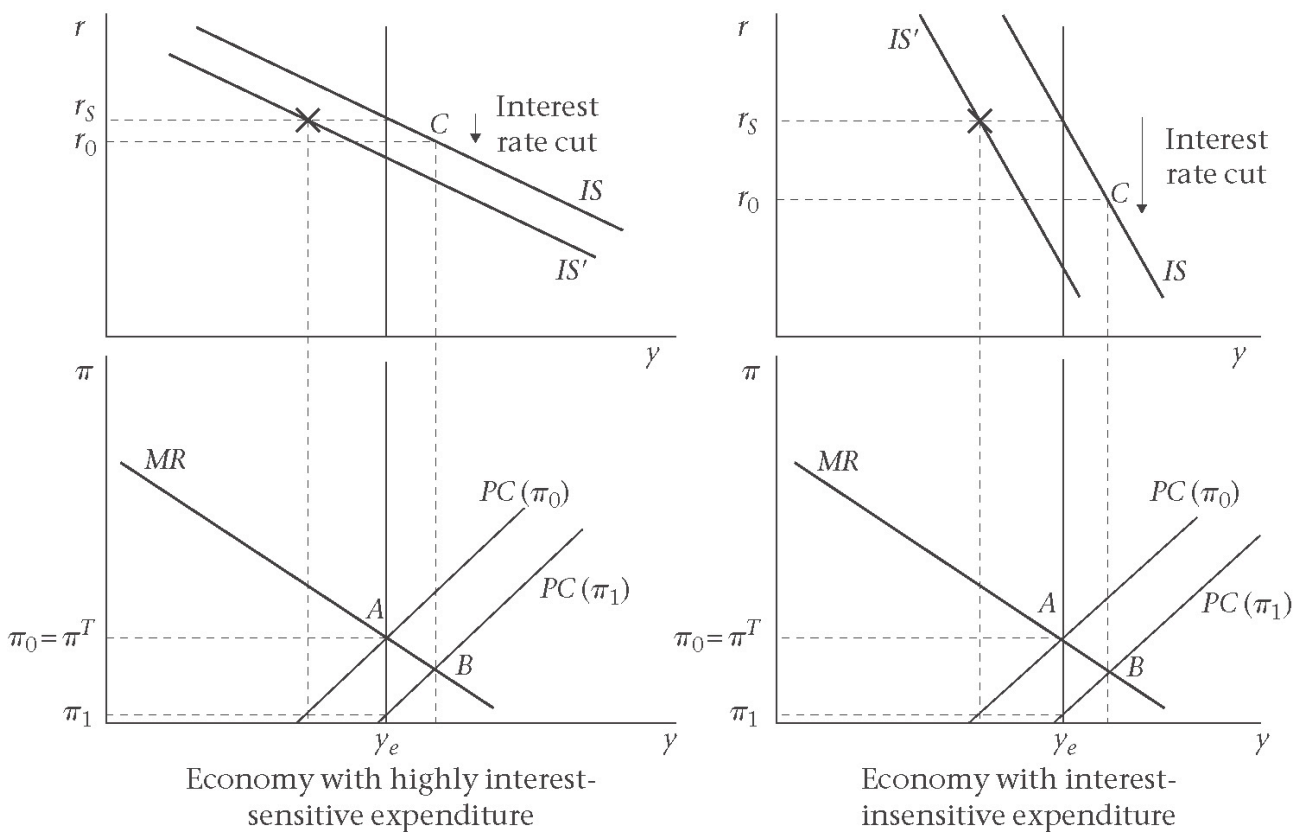
Come abbiamo chiarito nelle lezioni precedenti i coefficienti della regola di Taylor dipendono:

- i) dalla pendenza della PC;
- ii) dalla pendenza della IS;
- iii) dal peso attribuito all'inflazione nella funzione di perdita della banca centrale.

Anche se i pesi della funzione di perdita delle due banche centrali fossero uguali, se un'economia ha una PC più piatta e una IS più ripida dell'altra, la sua regola di Taylor dovrà porre meno peso sulle deviazioni dell'output rispetto alle deviazioni dell'inflazione, ed una maggior peso su entrambe le componenti rispetto all'economia con curve PC più ripide e curva IS più piatta.

Per chiarire il punto confrontiamo nella figura 2 due economie uguali, fatta eccezione per la pendenza della curva IS. Entrambe le economie sono soggette allo stesso shock di domanda temporaneo. Ogni economia osserva una riduzione dell'output così come mostrato dal segno X, individuando la risposta ottimale in termini di tasso di interesse. La riduzione dell'interesse innalzerà l'output al livello indicato nel punto B. Come evidenziato dalla figura, le condizioni dell'offerta nelle due economie sono identiche, così come identiche sono le funzioni di perdita delle due banche centrali. I due grafici in basso sono quindi identici. Tuttavia, la risposta alla medesima riduzione dell'output muta nelle due economie: la banca centrale dell'economia di destra (con domanda aggregata meno sensibile al tasso di interesse) deve ridurre di più il tasso di interesse. Se effettuasse la stessa riduzione del tasso di interesse operata dall'economia di sinistra, finirebbe per rispondere troppo timidamente e ritardare l'aggiustamento. La situazione è peggiorata dal fatto che il settore privato è probabilmente influenzato negativamente più dalla contrazione generata dallo shock, che dagli annunci e dalla retorica relativa alla stabilizzazione da parte della banca centrale e/o il settore privato dubita della capacità di questo intervento monetario di operare effettivamente. In tal modo uno shock temporaneo di domanda può trasformarsi in uno shock permanente, richiedendo pertanto ancor più energiche riduzioni del tasso di interesse.

Fig. 2



Introduzione alle unioni monetarie

La questione circa il fatto che un paese debba o meno conservare la propria moneta oppure aderire ad un'unione valutaria solleva molti problemi. Uno dei principali è se la perdita della manovra del cambio rappresenti o meno la perdita di un utile strumento di politica economica. Possiamo affrontare il punto servendoci del modello di medio periodo in economia aperta che abbiamo sviluppato nella prima parte del corso. Si tratta, in particolare, di chiederci se in presenza di uno shock di domanda, del commercio estero o dell'offerta, il tasso di cambio offra un utile strumento di politica economica. Se un cambiamento del tasso di cambio nominale rappresenta la miglior risposta di politica economica, allora rinunciare a questo strumento avrà un costo elevato, costo che dovrà essere valutato in relazione ai benefici di un'unione valutaria. I benefici sono sinteticamente individuati come i seguenti:

- i) dal punto di vista microeconomico, si tratta dei benefici derivanti dall'eliminazione dei costi di transazione generati dal cambio. Si suppone che la creazione di un'area valutaria comune possa ridurre la segmentazione dei mercati nazionali, stimolando la competitività, l'innovazione e quindi la crescita. Un secondo tipo di benefici microeconomici deriva dall'idea che una riduzione dell'incertezza legata al cambio favorisca una più efficiente allocazione degli investimenti.
- ii) dal punto di vista macroeconomico, l'area valutaria comune produce il beneficio di stabilire un'inflazione bassa e stabile in paesi in cui le autorità nazionali non avrebbero

la determinazione necessaria per conseguire quest'obiettivo. Naturalmente si pone in tal modo la questione del livello qualitativo della gestione della moneta nell'unione rispetto a quello dei singoli paesi. In principio, non vi è alcun motivo per cui il primo debba essere maggiore del secondo.

Torniamo al principale costo dell'adesione ad un'unione valutaria: la perdita del tasso di cambio nominale come strumento di politica economica. Dall'analisi che abbiamo condotto nelle lezioni precedenti è possibile individuare una serie di circostanze in cui la variazione del tasso di cambio rappresenta uno strumento di politica economica di grande utilità. Le tre principali circostanze sono le seguenti:

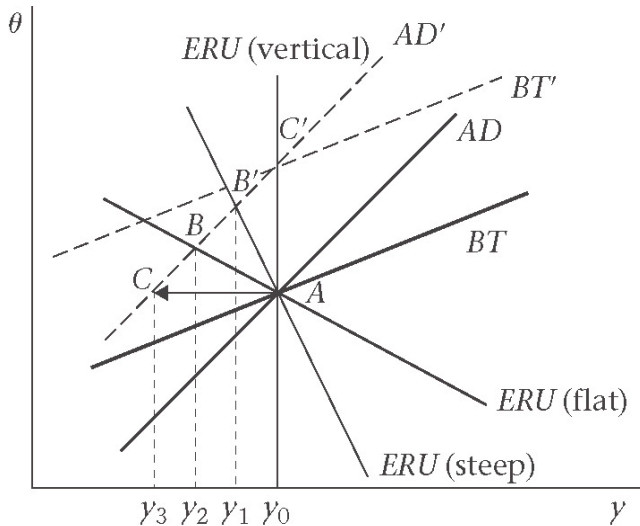
- a) la variazione del cambio può avere un impatto immediato sulla competitività;
- b) se il nuovo equilibrio di breve periodo determinatosi con la svalutazione non è un equilibrio di medio periodo (è al di sopra della ERU), resta in ogni caso vero che gli effetti benefici su produzione e occupazione durano per molti periodi (il peso di questa argomentazione si accresce enormemente se si riconosce la presenza di fenomeni di isteresi);
- c) se il nuovo equilibrio di breve periodo determinatosi con la svalutazione è un equilibrio di medio periodo (appartiene alla ERU), la svalutazione consente all'economia di raggiungere l'equilibrio di medio periodo più rapidamente e con minori costi occupazionali rispetto al caso in cui si fosse operato esclusivamente attraverso la strada della deflazione. Più in generale, ogni qual volta il raggiungimento dell'equilibrio di medio periodo implica un mutamento del tasso di cambio reale, la possibilità di modificare il tasso di cambio nominale facilita l'aggiustamento e ne riduce i costi.

Nell'analisi classica delle aree valutarie ottimali, Mundell si concentrò su quelli che abbiamo definito shock negativi del commercio estero. Le preferenze mutano in modo da ridurre le nostre esportazioni in corrispondenza di un dato tasso di cambio reale. In caso di uno shock del trade negativo, abbiamo argomentato che la politica fiscale non rappresenta un utile strumento di politica economica in quanto il deficit è destinato ad esacerbare lo squilibrio commerciale creatosi con la riduzione delle esportazioni. Una svalutazione può in questo caso avere una qualche utilità come misura ad interim. L'impatto negativo dello shock sul livello della produzione e sui conti con l'estero risulta in tal modo contenuto. Tuttavia, come abbiamo mostrato, questo strumento offre una soluzione temporanea dal momento che la svalutazione porta l'economia al di sopra della ERU. Il beneficio della svalutazione in termini di competitività è eroso nella misura in cui l'inflazione interna si colloca al di sopra di quella dei partners commerciali. Nel caso di uno shock temporaneo del trade, la svalutazione si presenta quindi come un'utile opzione. Tuttavia, se lo shock del trade segnala un più serio problema strutturale, come ad esempio un calo della domanda dei beni in cui il paese si è specializzato non necessariamente legato ad una questione di prezzo, la svalutazione non risolve il problema e distoglie l'attenzione dalle sue più sostanziali radici, da ricercarsi dal lato dell'offerta.

La discussione della teoria delle aree valutarie ottimali che pone a confronto la svalutazione e la riduzione dei salari nominali può essere utilmente approfondita alla luce delle considerazioni che stiamo sviluppando. Si consideri il caso estremo in cui la WS è verticale. Uno shock del trade implica un nuovo equilibrio di medio periodo in cui il livello del prodotto è lo stesso ma i salari reali sono più bassi. In questo caso il dibattito sulla svalutazione verte tutto intorno alla presenza o meno delle rigidità nominali. Se prezzi e salari si aggiustassero

immediatamente, allora il tasso di cambio nominale sarebbe irrilevante. Nella figura 3, l'economia passa da A a C'. Se vi sono invece rigidità nominali, la svalutazione può isolare l'economia dagli effetti deleteri dello shock del trade. Con prezzi e salari molto rigidi l'economia dovrà passare per C prima di arrivare a C', con evidenti costi occupazionali.

Fig. 3



E' possibile raggiungere un'ulteriore conclusione considerando gli effetti di uno spostamento a destra della curva ERU. In seguito a questo spostamento, l'economia raggiunge un nuovo equilibrio di medio periodo con disoccupazione più bassa. Tuttavia, come abbiamo chiarito, il processo che porta ad un recupero di competitività grazie ad una inflazione più bassa di quella del resto del mondo può essere molto lungo e oneroso in termini occupazionali. In tal caso la possibilità di svalutare costituisce un utile strumento che facilita e rende più rapido l'aggiustamento. Si consideri inoltre che questo più rapido aggiustamento può anche favorire l'attuazione di politiche dal lato dell'offerta. Per concludere, se l'economia è caratterizzata da completa assenza di rigidità nominali il regime del cambio è irrilevante e la rinuncia alla svalutazione non comporta alcun costo. Se vi è rigidità nominale e la WS è relativamente ripida, questi costi sono elevati (si confrontino le due ERU della figura). Quindi, a meno che non si pensi che l'adesione all'area valutaria generi una riduzione delle rigidità nominali oppure della probabilità che si verifichino shock di domanda negativi, la perdita del tasso di cambio come strumento di politica economica difficilmente può essere bilanciato da benefici sufficientemente alti.

Aggiustamento nei paesi membri dell'EMU

Nella lezione precedente abbiamo mostrato in quali circostanze un paese potrebbe soffrire dalla perdita dello strumento delle variazioni del tasso di cambio nominale. La stessa analisi può servirci per discutere la condizione in cui viene a trovarsi un paese che diventi membro di un'unione valutaria come l'area euro. La questione che si pone è come l'assenza dello strumento del cambio (o dell'autonomia della politica monetaria) condiziona l'aggiustamento di un'economia soggetta ad uno shock oppure ad un cambiamento strutturale non condiviso con gli altri paesi membri dell'area valutaria.

Shock di domanda in un singolo paese

Nelle lezioni sull'equilibrio di medio periodo in economia aperta abbiamo notato come gli effetti sul prodotto di uno shock di domanda temporaneo negativo, con tassi di cambio flessibili, siano totalmente annullati nel breve periodo attraverso il deprezzamento. Successivamente a causa di una dinamica dei prezzi interni maggiore di quella del resto del mondo, la competitività si riduce, contenendo il livello dell'output. Una banca centrale che persegue un regime di inflation targeting difficilmente consentirà un aggiustamento pieno lungo le linee indicate, dal momento che il deprezzamento, riducendo i salari reali, spinge l'economia oltre la ERU generando un incremento dell'inflazione che, sebbene temporaneo, entra in contrasto con la regola di politica economica della banca centrale. In ogni caso, nella misura in cui un certo deprezzamento è consentito, l'impatto sull'output sarà meno severo rispetto a quello di un paese che aderisce ad un area valutaria.

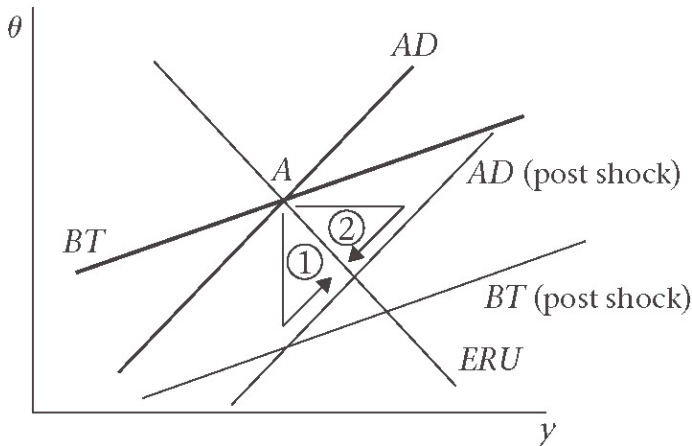
Aggiustamenti del tasso di cambio reale

Come possono avvenire in un'area valutaria i necessari aggiustamenti del tasso di cambio reale? Il caso dell'Italia fornisce un utile esempio. L'Italia ha registrato nel corso degli ultimi decenni una scarsa performance delle esportazioni. Inoltre, a partire dal 2000 la competitività, misurata dall'andamento dei costi del lavoro unitari relativamente ai suoi partners commerciali, si è deteriorata del 20%. In passato, l'Italia ha fatto ricorso alla svalutazione del tasso di cambio nominale per recuperare competitività. Nell'EMU questa strada non è più percorribile.

Abbiamo in precedenza discusso il caso della Germania la quale, a causa dell'unificazione, ha registrato un shock negativo del commercio estero. Il problema dell'Italia potrebbe invece riflettere una più graduale erosione della competitività delle sue imprese, determinato dall'emergere di nuovi poli di offerta in Europa (i paesi dell'ex blocco sovietico) e in Asia. Per far crescere prodotto e occupazione è necessario un deprezzamento reale del cambio. Per rendere questo deprezzamento sostenibile, la curva ERU deve spostarsi a destra. Lo spostamento della ERU è necessario a prescindere dal regime di cambio: tuttavia quando l'aggiustamento del cambio nominale non è disponibile, tutto questo processo deve essere interamente sostenuto da un andamento di prezzi e salari nominali inferiore a quello degli altri paesi dell'unione. Quando negli altri paesi i tassi di inflazione sono già eccezionalmente bassi, il percorso da seguire si accosta pericolosamente ai limiti della trappola della deflazione.

Nell'area euro può verificarsi anche la situazione opposta. Si supponga che un paese dell'area registri uno shock positivo del commercio estero. L'Irlanda potrebbe costituire un esempio in tal senso. L'economia si sposta in un nuovo equilibrio di medio periodo, con occupazione più elevata ed un apprezzamento reale. Affinchè ciò avvenga ci sarà un periodo in cui l'inflazione nel paese è al di sopra di quella dell'unione. Come mostrato nella figura 4, il sentiero 1 (basato sull'apprezzamento nominale) non è percorribile. Il sentiero 2 implica inflazione più elevata. Paesi in cui l'inflazione stà crescendo per i motivi indicati non dovrebbero essere sanzionati: si tratta precisamente del modo in cui l'aggiustamento del tasso di cambio reale si verifica.

Fig. 4



Un secondo aspetto da considerare riguarda l'andamento dei tassi di interesse reali. Così come in un paese affetto da uno shock negativo la più bassa inflazione (relativamente agli altri paesi) necessaria ad effettuare l'aggiustamento accresce il tasso di interesse reale, esacerbando la contrazione della domanda, l'inverso accade nel caso di uno shock positivo e la conseguente riduzione dei tassi di interesse reali.

L'EMU ha bisogno di regole fiscali?

Tutte le considerazioni che abbiamo in precedenza sviluppato vanno nella direzione di attribuire alla politica fiscale un ruolo di primaria importanza nei paesi appartenenti ad un'unione valutaria. Per quale motivo allora ci sono regole fiscali nell'EMU? Nelle lezioni sull'uso della politica fiscale abbiamo esaminato la nozione di RFPF per un'economia chiusa. Per riferire l'analisi ad un'entità sovranazionale come l'EMU è necessario argomentare che

- a) l'appartenenza ad un'area valutaria riduce i vincoli all'uso di politiche fiscali nazionali per ottenere più bassi livelli di disoccupazione;
- b) riduce l'incentivo per le autorità nazionali ad adottare RFPF;
- c) l'irresponsabilità fiscale di un paese dell'unione ha effetti deleteri anche per gli altri paesi.

Il dilemma del prigioniero in un'unione valutaria. In una piccola economia aperta, un'espansione fiscale consente all'economia di raggiungere un più elevato livello occupazionale in corrispondenza di un'inflazione stabile al target (perché le ragioni di scambio si modificano favorevolmente spostando il NAIRU). Il vincolo costituito dal mercato monetario o dal mercato del cambio costituisce un freno a questo comportamento, sia che l'economia operi a tassi di cambio fissi, sia che operi a tassi di cambio flessibili. Essendo questo vincolo assente per un paese membro dell'euro, si accresce l'incentivo ad adottare politiche fiscali espansive. Se tutti i paesi adottassero un comportamento di questo tipo, l'effetto potrebbe essere quello di creare inflazione in tutta l'unione monetaria (si pensi all'area nel suo complesso come un sistema chiuso), con i conseguenti costi occupazionali connessi alla sua eliminazione. Le radici della logica del patto di stabilità e crescita potrebbero essere ricercate in questo dilemma del prigioniero della politica fiscale.

Il salvataggio di un governo dell'unione. Quando un paese diviene incapace di finanziare la sua spesa sia con maggiori tasse che con emissione di nuovo debito pubblico siamo di fronte ad una crisi del debito. Quali sono le conseguenze? Dichiarare fallimento, ricevere trasferimenti da altri paesi oppure monetizzare il debito attraverso l'inflazione. Nell'ambito dell'EMU la

seconda e la terza opzione equivalgono al salvataggio da parte degli altri paesi membri oppure ad ottenere l'assistenza della ECB per orientare in senso inflazionistico la politica monetaria. Dal momento che entrambe queste alternative hanno conseguenze per gli altri paesi dell'unione, vi è almeno in prima istanza la possibilità di argomentare lungo queste linee a favore delle regole fiscali.

Esternalità da irresponsabilità fiscale. Per esternalità da irresponsabilità fiscale si intende l'effetto di contagio che può diffondersi nell'area euro a causa del fallimento o del rischio di fallimento di un singolo paese. Sebbene i mercati finanziari impongano un prezzo per questo rischio addizionale solo nel paese irresponsabile fiscalmente, vi è pur sempre il rischio che il premio di rischio si innalzi in tutti gli altri paesi dell'unione. In realtà vi è un dibattito molto acceso circa la plausibilità di questo effetto di contagio. Altro discorso è invece quello relativo al se l'incentivo ad assumere una RFPF è indebolito dall'appartenenza all'unione. Come notato in precedenza, in un paese esterno all'unione la possibilità che la speculazione contro la valuta costituisca un freno ai disavanzi fiscali è assente nell'ambito dell'EMU.

Come abbiamo notato nelle lezioni sulla politica fiscale, una RFPF non esclude un orientamento espansivo della politica di bilancio. In tal senso, è importante ricordare che le regole del patto non sono giustificabili sulla base della RFPF. Limitando il disavanzo al 3% del PIL, il patto limita l'operare degli stabilizzatori automatici. La politica fiscale diventa prociclica. Per quanto concerne un CAD minore o uguale a 0, esso impone un vincolo arbitrario all'utilizzo di politiche strutturali compatibili nel più lungo periodo con il rispetto della RFPF.