

Università di Genova
DISEFIN - Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie
16124 Genova - Largo Zecca 8/14 –Fax +39 010 209 5223



Indipendenza delle banche centrali e coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale

G.B. Pittaluga e Elena Seghezza

Working Paper n. 2/2003
Aprile 2003

Indipendenza delle banche centrali e coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale

di G.B. Pittaluga ed E. Seghezza*

Introduzione

Il dibattito recente dell'economia monetaria è stato dominato dal problema della stabilità dei prezzi. Le soluzioni a questo problema sono state individuate prevalentemente alla luce dei presupposti dell'approccio della *time-inconsistency* secondo cui, poiché le Autorità hanno incentivo a ricorrere a sorprese inflazionistiche, la politica monetaria è afflitta da un *bias* inflazionistico. La rimozione di tale *bias* può avvenire in modi diversi, *in primis* ricorrendo, come indicato da Rogoff (1985), a un banchiere centrale *conservatore* o, come suggerito da Walsh (1995) e Persson e Tabellini (1993), a contratti di *performance* e schemi di *inflation targeting*. Alla ricerca da parte degli studiosi di soluzioni volte a rimuovere il *bias* inflazionistico non ha corrisposto un'eguale attenzione al problema del coordinamento tra politica monetaria e fiscale in presenza di Autorità Fiscali (AF) e Autorità Monetarie (AM) del tutto indipendenti.

In questo lavoro si intende approfondire questo tema. A questo scopo il primo paragrafo è dedicato ad un'analisi del problema del coordinamento allorché, allo scopo di rimuovere il *bias* inflazionistico, si ricorra alla nomina di un banchiere centrale *conservatore* à la Rogoff. Questa analisi è condotta attraverso un

* Sebbene il lavoro sia frutto di una ricerca comune, a G.B. Pittaluga sono da attribuire i parr. 2 e 4; a E. Seghezza i parr. 1, 3 e le appendici.

modello à la Barro-Gordon (1983) con politica fiscale e politica monetaria. Attraverso questo modello si mostra come nello schema di Rogoff non vi possa essere coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale.

Una possibile soluzione al problema del coordinamento è offerta dall'approccio dei contratti di *performance* e dal ricorso nella gestione della politica monetaria a schemi di *inflation targeting*.

Nel paragrafo 2 viene valutata la congruità della soluzione al problema del coordinamento offerta dall'approccio dei contratti di *performance* attraverso un esame del concetto di democrazia preso a riferimento in questo approccio. Tale esame consente di mostrare come nell'approccio dei contratti di *performance* il coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale derivi in effetti da un'assoluta subalternità delle AM alle AF. Di qui la necessità di ridiscutere il ruolo che una magistratura indipendente, quali possono essere le banche centrali, può avere in una democrazia. In particolare si cerca di chiarire se una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi sia compatibile con una democrazia rappresentativa.

Nel paragrafo 3 si mostra come non vi sia ragione che una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi persegua un *output* superiore a quello *potenziale*, vale a dire che essa sia propensa a ricorrere come il Governo a sorprese inflazionistiche. Contestualmente, attraverso il modello preso a riferimento, si mostrano gli effetti di un simile comportamento della banca centrale sulle relazioni tra AF e AM. Si mostra altresì come una più precisa considerazione del problema del coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale sia possibile spiegando il comportamento delle AF alla luce dell'approccio della *political business cycle* piuttosto che di quello della *time-inconsistency*. Infatti, nell'approccio della *political business cycle*, diversamente da quanto accade nell'approccio della *time-inconsistency*, l'interesse delle AF a sorprese inflazionistiche non è costante nel

tempo, ma dipende dalle circostanze, ad esempio dall'imminenza delle elezioni.

In questo contesto il potere contrattuale di AM e AF varia nel tempo.

Ciò permette di affermare che tra politica monetaria e politica fiscale esiste una profonda interdipendenza: in presenza di Autorità indipendenti il coordinamento tra queste due politiche può avvenire attraverso un negoziato politico tra AM e AF. Tale negoziato politico avviene attraverso contatti istituzionalizzati, come accade tra Tesoro e Fed negli Stati Uniti.

In assenza di negoziati istituzionali la coesistenza di AM e AF indipendenti dà luogo a un equilibrio senza coordinamento, vale a dire a un equilibrio di Nash, a meno che non si ricorra a vincoli istituzionali che vincolano il comportamento delle AM o delle AF, come il Patto di Stabilità e Sviluppo nell'UME.

Il paragrafo 4 è dedicato all'analisi dei riflessi che forme di negoziato politico o di vincolo possono avere sulle interconnessioni tra politica monetaria e politica fiscale.

Nelle Conclusioni, infine, tenendo conto delle considerazioni sviluppate nel lavoro, si danno alcune indicazioni di *policy*.

1. *Time-inconsistency* e coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale

Tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli anni Ottanta dapprima Kydland e Prescott (1977) e poi Barro e Gordon (1983) hanno messo in evidenza che nella gestione della politica monetaria esiste un problema di *time-inconsistency*.

Infatti, i privati, comprendendo che le Autorità monetarie possono avere convenienza a non ottemperare alle politiche annunciate (vale a dire ad essere *coerenti* nel tempo), sono indotti a non credere agli annunci. Ciò significa che, se le Autorità hanno incentivo a

ricorrere a sorprese inflazionistiche, i privati si aspetteranno che vi facciano ricorso.

In questo contesto le Autorità monetarie, poiché non vogliono che si verifichi una diminuzione dell'*output*, devono tenere una politica monetaria accomodante rispetto alle aspettative e al comportamento dei privati: le aspettative di inflazione danno luogo ad un'inflazione effettiva. Ne segue che la gestione della politica monetaria in modo discrezionale è viziata dalla tendenza a essere inflazionistica, vale a dire è viziata da un *bias* inflazionistico.

L'unico modo che le Autorità monetarie hanno per contrastare ed eliminare tale *bias* è di vincolare il proprio comportamento ad una regola: ciò rende credibili le politiche annunciate.

Come noto, in un fondamentale articolo del 1985 Rogoff giunge alla conclusione che il *bias* inflazionistico della politica monetaria può essere diminuito attraverso la nomina di un banchiere centrale *conservatore*, vale a dire un banchiere che sia più avverso all'inflazione di quanto lo sia la società.

Data la sua elevata avversione all'inflazione, il banchiere centrale tende ad attribuire un'importanza marginale alla stabilizzazione dell'*output*: nel caso di *shock* esogeni l'economia sopporta gravi costi sociali in termini di perdita di *output* e posti di lavoro. In Rogoff viene, perciò, a determinarsi un *trade-off* tra la *credibilità* antinflazionistica di una banca centrale e la sua capacità di stabilizzare l'*output* in presenza di *shock* (*flessibilità*).

Le preferenze del banchiere centrale *conservatore*, da un lato, e quelle del governo e della società, dall'altro, risultano assolutamente differenti.

In questo contesto il coordinamento tra la politica monetaria e la politica fiscale può risultare assai problematico: l'indipendenza della banca centrale può dare luogo a costi sociali elevati.

Infatti, il gioco tra Autorità fiscali (AF) e Autorità monetarie (AM) si traduce in un conflitto sugli stimoli adeguati da dare alla

domanda aggregata, sull'ammontare del disavanzo del bilancio pubblico e via discorrendo.¹

Allo scopo di illustrare quanto appena esposto ci si può basare su un modello à la Barro-Gordon (1983) esteso per includere sia la politica fiscale che la politica monetaria, quale quello di Demertzis, Hallett e Viegli (1999). Questo modello è un gioco *one-shot* in cui le AF e le AM contrattano su inflazione, *output*, e *surplus* fiscale. Ciascuna delle due Autorità ha informazione completa sulle preferenze dell'altra; tali preferenze sono quadratiche e differenti rispetto a *output*, inflazione e *surplus* fiscale: in particolare si pone l'ipotesi che le AM diano un peso superiore all'inflazione e le AF attribuiscono un maggior peso all'*output* (entrambe le Autorità, comunque, hanno un obiettivo di *output* superiore a quello *potenziale*). L'obiettivo delle AF è quello di minimizzare la seguente funzione di perdita:

$$(1) \quad L_F = \frac{1}{2} [\pi^2 + \tau^2 + \beta(y - k)^2]$$

dove π è l'inflazione, τ è il *surplus* fiscale, e y l'*output* (misurato in deviazioni dall'*output potenziale*). L'inflazione e il *surplus* fiscale ritenuti ottimali dalle AF sono pari a zero. Il livello di *output* ritenuto ottimale, invece, è superiore all'*output potenziale* di un fattore pari a k .

Analogamente, l'obiettivo delle AM è di minimizzare la seguente funzione di perdita:

$$(2) \quad L_M = \frac{1}{2} [\pi^2 + \tau^2 + \gamma(y - k)^2]$$

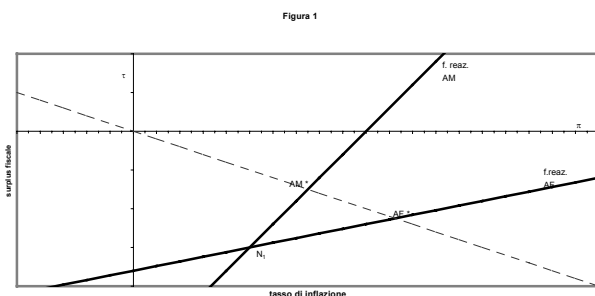
con $\gamma < \beta$.

¹ Tra i casi di fallimento del coordinamento tra politica fiscale o politica monetaria si annoverano la politica economica inglese nel periodo 1997-98, cfr. Hall et al.(1999) e Blake e Weale (1999), e la politica economica europea dopo la costituzione dell'euro, cfr. Hall e Yates (1999).

L'output può scostarsi dal suo livello *potenziale* esclusivamente per due ragioni: per *shock* esogeni sull'offerta aggregata o per politiche monetarie o fiscali inattese:

$$(3) \quad y = \pi - \pi^e - (\tau - \tau^e) + \varepsilon$$

La Figura 1 coglie gli aspetti essenziali del modello. Sugli assi sono riportati gli strumenti di politica monetaria e fiscale: il tasso di inflazione (π) e il surplus fiscale (τ).



Le curve AF e AM rappresentano le funzioni di reazione delle due Autorità². Su ciascuna delle curve sono identificati i *bliss point* in corrispondenza dei quali le funzioni di perdita delle due Autorità sono minimizzate, date le loro preferenze e la struttura

² La funzione di reazione delle AF è data da:

$$(N1) \quad \tau^{AF} = \frac{\beta}{1+\beta} (\pi - \pi^e + \tau^e + \varepsilon - k)$$

e quella delle AM da:

$$(N2) \quad \pi^{AM} = \frac{\gamma}{1+\gamma} (\pi^e + \tau - \tau^e - \varepsilon + k)$$

Utilizzando le due funzioni di reazione si ottiene che $\tau^e = -\beta k$ e $\pi^e = \gamma k$.

dell'economia³. Tali *bliss point* sono rappresentati da AM* e AF*. Le AM hanno un livello ottimale di tasso di inflazione più basso e un *surplus* fiscale più alto delle AF dal momento che esse desiderano un più basso tasso di inflazione, mentre le AF sono più preoccupate del livello di disoccupazione.

Senza alcun meccanismo che impegni le AM e le AF a cooperare il gioco tra le due Autorità porta inevitabilmente a un equilibrio di Nash (punto N₁ nella Figura 1)⁴. Come mostra la

³ I *bliss point* delle Autorità risultano i seguenti:

$$(N3) \quad \begin{cases} \tau^{\text{blissAF}} = -\frac{\beta(1+\beta+\gamma)}{1+2\beta}k + \frac{\beta}{1+2\beta}\varepsilon \\ \pi^{\text{blissAF}} = \frac{\beta(1+\beta+\gamma)}{1+2\beta}k - \frac{\beta}{1+2\beta}\varepsilon \\ \tau^{\text{blissAM}} = -\frac{\gamma(1+\beta+\gamma)}{1+2\gamma}k + \frac{\gamma\varepsilon}{1+2\gamma} \\ \pi^{\text{blissAM}} = \frac{\gamma(1+\beta+\gamma)}{1+2\gamma}k - \frac{\gamma}{1+2\gamma}\varepsilon \end{cases}$$

⁴ L'equilibrio di Nash risulta il seguente:

$$(N4) \quad \begin{cases} \tau^{\text{Nash}} = -\beta k + \frac{\beta}{1+\gamma+\beta}\varepsilon \\ \pi^{\text{Nash}} = \gamma k - \frac{\gamma}{1+\gamma+\beta}\varepsilon \end{cases}$$

In corrispondenza di tale equilibrio le perdite attese delle Autorità risultano rispettivamente pari a:

%

Figura 1, nell'equilibrio di Nash sia il livello del *surplus* fiscale che il tasso di inflazione sono più bassi di quanto desiderato dalle due Autorità (e così il livello di *output*).

Entrambe le Autorità si troverebbero in una posizione migliore se cooperassero e, quindi, il punto di equilibrio finale si trovasse sulla *curva dei contratti*, vale a dire la congiungente i *bliss point* delle Autorità (AM*-AF* nella Figura 1). Come noto, tuttavia, ciò non è possibile, perché in un contesto uni-periodale vi è sempre l'incentivo per entrambe le Autorità a deviare dall'accordo cooperativo, una volta che l'altra Autorità ha preso le proprie decisioni sulla base dell'accordo stesso.

Quanto finora esposto porta a concludere che il ricorso a un banchiere centrale *conservatore*, come suggerito da Rogoff può condurre, oltre che ad una maggiore volatilità dell'*output*, come messo spesso in evidenza dalla letteratura⁵ a elevati costi sociali data l'assenza di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale.

Peraltro, dato che il modello di Rogoff è uniperiodale, non si può neppure presumere che il coordinamento sia l'esito di un gioco ripetuto.

E' da ritenere che difficilmente nel tempo la società possa accettare tali elevati costi sociali.

Nell'ambito di modelli uniperiodali il problema del coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale è risolto nell'approccio dei contratti di *performance*, dove spetta al governo definire ad un tempo l'obiettivo di tasso di inflazione e gli obiettivi di natura

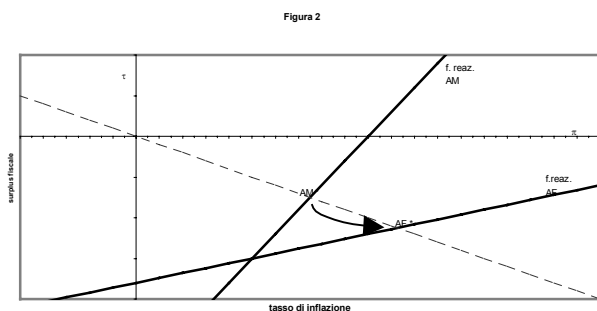
$$(N5) \quad L_F^e = \frac{1}{2} \left\{ (\gamma^2 + \beta^2 + \beta) \left[k^2 + \frac{\sigma_\varepsilon^2}{(1 + \gamma + \beta)^2} \right] \right\}$$

$$L_M^e = \frac{1}{2} \left\{ (\gamma^2 + \beta^2 + \gamma) \left[k^2 + \frac{\sigma_\varepsilon^2}{(1 + \gamma + \beta)^2} \right] \right\}$$

⁵ Per una esauriente illustrazione di questo aspetto cfr. Eijffinger e De Hann (1996).

fiscale. Le Autorità di governo si configurano come il principale che delega ad un agente, la banca centrale, il conseguimento dell'obiettivo di inflazione. In questo contesto non vi è alcuna ragione perché il governo stabilisca un obiettivo di inflazione incoerente con gli obiettivi fiscali: nel caso ciò si verificasse la banca centrale, agente del governo, sterilizzerebbe con una politica monetaria restrittiva eventuali impulsi fiscali che, determinando un eccessivo aumento della domanda aggregata, mettessero a repentaglio il conseguimento dell'obiettivo di inflazione.

La situazione appena descritta, che deriva da forme di conduzione della politica monetaria secondo l'approccio dei contratti di *performance* e, quindi, dall'adozione di schemi di *inflation targeting*, può essere rappresentata attraverso la Figura 2:



In particolare, dalla Figura 2 emerge che in uno schema di *inflation targeting*, il *bliss point* delle AM (la banca centrale) viene a coincidere con quello delle AF (il governo), dal momento che le preferenze dominanti sono quelle del principale. In uno schema di *inflation targeting*, dunque, non sussiste alcun problema di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale. Tale esito può essere conseguito solo se la banca centrale è indipendente rispetto agli strumenti, ma non rispetto agli obiettivi.

Ai criteri appena descritti si ispirano gli schemi di *inflation targeting* adottati negli anni recenti in molti Paesi. Riferendosi al

Regno Unito, uno dei principali Paesi ad aver adottato uno schema di *inflation targeting*, Hall e Yates (1999) scrivono: <<.....*There (appunto nel Regno Unito) the Government reserves the right to define the terms of the inflation target, and does not leave this to the central bank to decide. The possibility that the Bank of England might seek to pursue different objectives is made even less likely by the various devices of accountability and transparency: the publication of the minutes of the meetings of the MPC; the appointment of outside MPC members by Government; the publication of individual votes; the possibility that individuals will have to defend their votes and explain why they were thought consistent with inflation target; the requirement for the Bank to write an open letter to the Chancellor to explain itself should inflation deviate more than one percentage point around the 2.5 per cent target.....>>.*

2. Indipendenza rispetto agli strumenti e indipendenza rispetto agli obiettivi delle banche centrali e democrazia.

Il ricorso a schemi di *inflation-targeting* per risolvere il problema del coordinamento tra AM e AF appare ad alcuni economisti come una scelta ottimale anche perché esso appare pienamente rispondente ai principi della democrazia.

Scrive in proposito Mishkin (1999): “...*The basic principle of democracy that the public must be able to exercise control over government actions strongly suggests that the goals of monetary policy should be set by the elected government. In other words, a central bank should not be goal independent. The corollary of this view is that the institutional commitment to price stability should come from the government in the form of an explicit, legislated mandate for the central bank to pursue price stability as its overriding, long-run goal.*”

Per meglio approfondire il problema del nesso tra *inflation-targeting* e democrazia è utile ritornare diffusamente sulla distinzione tra indipendenza rispetto agli strumenti e indipendenza rispetto agli obiettivi introdotta da Debelle e Fischer (1994) e da Fischer (1994).

Come noto, per “indipendenza rispetto agli obiettivi” si intende la possibilità per la banca centrale di porre obiettivi suoi di politica monetaria in tutta autonomia rispetto a governo e parlamento.

L’“indipendenza rispetto agli obiettivi” implica anche che il governo e il parlamento non possono facilmente controvertire le scelte delle banche centrali.

Per contro per “indipendenza rispetto agli strumenti” s’intende la possibilità della banca centrale di variare in assoluta autonomia gli strumenti monetari per conseguire obiettivi stabiliti dalle Autorità politiche.

Da più parti⁶ è stato rilevato che in una democrazia gli obiettivi ultimi della politica economica e, quindi, della politica monetaria devono essere fissati da un organo elettivo: essi devono riflettere cioè le preferenze della società. In questo contesto si perviene alla conclusione che in democrazia le banche centrali dovrebbero godere di indipendenza rispetto agli strumenti, ma non di indipendenza rispetto agli obiettivi.

Questa affermazione nasce da un equivoco di fondo, vale a dire dall’equivalenza tra democrazia e democrazia diretta.

⁶ Cfr. tra gli altri Bernanke, Laubach, Mishkin e Posen (1999). Questi scrivono: “... *Because ultimately policy objectives in a democracy must reflect the popular will, they should be set by elected officials. Consequently, in a democracy, the central bank should not exercise goal independence.*

However, because the central bank has the best information and expertise on how to go about achieving policy objectives, it should be free to choose the settings of the instruments needed to do the job. That is, for efficient and accountable policy-making, the central bank should enjoy instrument independence.

Inflation-targeting is consistent with, and indeed promotes, this way of organizing responsibility for monetary policy ...”.

Come osserva Drazen (2002): “...*No one argues that decisions are truly consistent with democracy only if they are made via direct democracy. Representative democracy and delegation are the norm in modern democracy and “undemocratic” is rare...*”.

In realtà si danno due diverse accezioni del concetto di democrazia.

La prima si rifà esplicitamente al principio maggioritario e alla concezione *rousseauiana* di democrazia. Secondo tale visione ogni decisione politica deve dipendere direttamente dalle scelte dei membri elettivi e deve essere adottata sulla base della regola di maggioranza, in modo da salvaguardare una generale *corrispondenza* dell'*output* politico alla domanda e alle preferenze della parte più consistente del corpo sociale.

La seconda accezione di democrazia si discosta dalla logica maggioritaria ed è espressione della concezione liberale secondo cui le istituzioni politiche hanno la funzione di proteggere le libertà essenziali del popolo, anche nei confronti dei suoi stessi rappresentanti.

In quest'ultima accezione di democrazia si evidenzia l'esigenza di temperare il principio maggioritario, erigendo degli “argini” che ne limitino la portata e la diffusione. Tali “argini” vengono eretti, nel corso di veri e propri processi costituzionali, che stabiliscono le regole e quindi l'intelaiatura istituzionale di un regime democratico.

Tra queste regole⁷ quelle di “competenza” possono assegnare ad alcuni organi non elettivi alcuni delicati compiti politici.

L'esempio più emblematico a questo proposito è rappresentato dalle corti costituzionali, strutture politiche cui è affidato il compito di salvaguardare libertà e principi considerati

⁷ Che normalmente si distinguono in “regole del gioco”, che disciplinano le modalità di accesso alla competizione politica, in “regole di competenza”, che fissano le funzioni e i poteri assegnati a ciascun organo istituzionale, disegnando anche i loro rapporti reciproci, in “regole di procedura”, che regolamentano i processi di funzionamento interni a questi organi.

basilari, vale a dire che non possono essere condizionati da cambiamenti di maggioranza parlamentare o dalle divisioni e faziosità che caratterizzano la vita politica.

Allo stesso modo le banche centrali, quando sono indipendenti rispetto agli obiettivi, interpretano il ruolo di vere e proprie magistrature, che vigilano e tutelano i diritti di proprietà alla stregua di un tribunale e di una corte costituzionale.

Le banche centrali, per svolgere al meglio questo compito istituzionale, devono in una certa misura essere isolate dalle dinamiche della lotta politica e dalle pressioni e dai conflitti di interesse che la accompagnano. La loro efficacia operativa dipende paradossalmente dall'elusione del principio maggioritario, vale a dire dal fatto che in democrazia le principali decisioni politiche sono direttamente legate alle scelte e alle responsabilità delle élite elettive⁸.

Nonostante ciò, al pari delle altre magistrature indipendenti, le banche centrali si configurano come poteri senza vincoli, i cui criteri comportamentali e le cui fondamentali linee di azione sono fissati dal diritto (la costituzione, lo statuto, ecc.), e non dalle disposizioni provenienti dagli organismi elettivi quali il governo e il parlamento.

Con la istituzione di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi la società decide consapevolmente di lasciare al di fuori della negoziazione politica e dello scambio politico le scelte inerenti la quantità di moneta emessa ed il livello dei tassi di interesse. Con ciò le decisioni di politica monetaria vengono isolate dalle pressioni politiche.

Ci si deve chiedere per quale ragione, la costituzione di Autorità indipendenti debba riguardare la gestione della politica monetaria e non, ad esempio, la gestione della politica fiscale.

⁸ Per una illustrazione più approfondita della tesi secondo cui le banche centrali possono essere assimilate a magistrature indipendenti cfr. Cama e Pittaluga (1999).

E' stato opportunamente ricordato⁹ che la politica monetaria si differenzia dalla politica fiscale per una ragione tecnica. Più precisamente, da un lato, è relativamente facile dar corso ad una espansione monetaria, mentre, dall'altro lato, ai benefici in termini di crescita dell'*output* che da ciò spesso derivano, può corrispondere nel medio-lungo termine l'emergere di significativi costi sociali, si pensi all'accelerazione della crescita dei prezzi.

L'aspetto più problematico rispetto ad un sistema democratico della "tecnologia" delle scelte monetarie è legato al fatto che, almeno in regime di carta moneta, la decisione di aumentare (o ridurre) la quantità di moneta si riduce ad un atto amministrativo. Non è soggetta all'iter parlamentare cui invece è soggetta una decisione di politica fiscale. Eppure variazioni della quantità di moneta, influenzando sul tasso di inflazione, hanno effetti sulla distribuzione del reddito e della ricchezza tra privati e stato e tra privati e privati esattamente come variazioni delle imposte e delle tasse¹⁰.

Diversamente da queste ultime, tuttavia, variazioni della quantità di moneta e del tasso di inflazione, se inattesi, determinano processi redistributivi di natura surrettizia e, quindi, incompatibili con un sistema democratico.

Peraltro, per la delicatezza degli interessi in gioco (quali la stessa salvaguardia del principio di alternanza), le politiche redistributive richiedono nell'ambito delle liberaldemocrazie procedure trasparenti e piena assunzione di responsabilità da parte delle forze politiche.

Sulla base di quanto appena esposto il modo in cui gli schemi di *inflation targeting* risolvono il problema del coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale appare non conclusivo.

La riconduzione delle preferenze delle AM a quelle delle AF e il conseguente disconoscimento dell'indipendenza rispetto agli

⁹ Cfr. Drazen (2002).

¹⁰ Cfr. su questo aspetto anche Cama e Pittaluga (2001).

obiettivi delle banche centrali rendono la politica monetaria esposta al grado di avversione all'inflazione del governo e del parlamento, vale a dire della maggioranza, ma non della totalità della società.

In questo modo la politica monetaria non è salvaguardata da pressioni politiche: variazioni delle preferenze della maggioranza possono portare a un uso politico della moneta, vale a dire a forme surrettizie di redistribuzione del reddito.

Il disconoscimento dell'importanza dell'indipendenza della banca centrale, oltre che rispetto agli strumenti, rispetto agli obiettivi deriva nell'approccio dell'*inflation targeting* dal ruolo centrale che in esso riveste l'elettore mediano. Quest'ultimo con le sue espressioni di voto è in grado di assicurare il permanere della democrazia: il ruolo delle istituzioni risulta dunque circoscritto.

L'esistenza in determinati Paesi di banche centrali indipendenti è espressione di società in cui l'elettore mediano è fortemente avverso all'inflazione¹¹.

Tuttavia, questo punto di vista non consente di capire perché anche Paesi, la cui società è contraddistinta da un'elevata avversione all'inflazione (si pensi al caso della Germania), sentano l'esigenza di costituire banche centrali indipendenti rispetto agli obiettivi.

E' da ritenere che tali istituzioni possano rappresentare un "argine" costituzionale non solo rispetto al presente, ma anche rispetto al futuro: le banche centrali indipendenti, infatti, contribuendo all'affermarsi di forme rigorose di tutela dei diritti di proprietà e di meccanismi trasparenti di distribuzione del reddito, possono favorire il perdurare nel tempo della coesione sociale e del rispetto delle regole democratiche. Esse cioè si inseriscono nel sistema di *checks and balances* che caratterizza le democrazie rappresentative.

¹¹ Cfr. Posen (1995)

Quanto finora esposto risulta confermato da un'analisi comparata della distribuzione per Paesi delle diverse forme di indipendenza delle banche centrali.

L'indipendenza rispetto agli obiettivi sembra prevalere nei Paesi contraddistinti da forme di democrazia basata su *checks and balances*, quali sono le democrazie federali, come gli Stati Uniti, la Svizzera e, tendenzialmente, l'UME¹². Per contro, l'indipendenza rispetto agli strumenti delle banche centrali, e contestualmente l'adozione di forme di *inflazione targeting*, tendono a prevalere nei Paesi con sistemi democratici a carattere maggioritario, come l'Inghilterra, i Paesi del Commonwealth e i Paesi Scandinavi. Si tratta di Paesi in cui in passato, allorché prevalevano gli schemi di politica economica keynesiani e la politica monetaria era considerata principalmente uno strumento di stabilizzazione del ciclo, le banche centrali si sono caratterizzate per una marcata subalternità rispetto al governo e al parlamento.

Sulla base delle considerazioni svolte è da ritenere che il problema del coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale non sia risolto definitivamente con l'adozione da parte di un Paese dell'*inflation targeting*.

L'adozione di quest'ultimo permette una soluzione definitiva del problema solo in fasi come quella attuale. Al presente, infatti, nei Paesi industrializzati da un lato, dopo l'elevata inflazione degli anni '70 e in corrispondenza della crescente globalizzazione finanziaria, la società è in genere avversa all'inflazione e quindi governi e Parlamenti tendono a privilegiare questo obiettivo e, dall'altro lato, l'uso di politiche fiscali a fini di stabilizzazione del ciclo o a fini elettorali è stato finora condizionato da fattori diversi di natura, comunque, contingente (quali la sostenibilità del debito pubblico, l'elevata apertura all'estero, le implicazioni inflazionistiche di politiche di *deficit spending*, il prevalere di

¹² L'indipendenza delle banche centrali sembra rappresentare un presupposto per l'esistenza di sistemi federali, cfr. Cama e Pittaluga (2002).

un'ideologia favorevole a politiche fiscali sul lato dell'offerta, ecc.).

Nel contesto appena delineato non stupisce, perciò, che molti Paesi, adottando l'*inflation targeting*, abbiano accompagnato le nuove regole di conduzione della politica monetaria con la definizione di criteri di conduzione della politica fiscale.

Ad esempio, nel Regno Unito contestualmente all'istituzione del *Monetary Policy Committe* è stato stabilito che la politica fiscale deve essere finalizzata:

- nel medio termine, ad assicurare conti pubblici sani e a fare in modo che spesa e imposte incidano in modo equo i soggetti anche con riferimento alle generazioni future. A questo scopo il governo è impegnato a rispettare due regole. In primo luogo, la golden rule impegna il governo a indebitarsi solo per finanziare spese per investimento e non spesa corrente. In secondo luogo, per la regola di investimento sostenibile l'indebitamento pubblico netto rispetto al Pil deve essere tenuto ad un livello stabile e prudente (prossimo al 40 per cento).
- nel breve periodo, a sostenere gli obiettivi di stabilizzazione del ciclo della politica monetaria principalmente attraverso il ricorso a stabilizzatori automatici e solo, se ritenuto prudente e ragionevole, attraverso variazioni dell'impostazione della politica fiscale.

Misure analoghe a quelle appena descritte con riferimento al Regno Unito sono state adottate in Nuova Zelanda, Paese che ha adottato tra i primi, e in forma più rigorosa di altri, l'*inflation targeting*. Nel 1994 è stato approvato dal Parlamento neozelandese il *Fiscal Responsibility Act* (FRA). Questo prevede che il debito pubblico venga mantenuto a un livello prudente e che i livelli futuri di imposizione fiscale siano prevedibili. In accordo con il FRA nel *Budget* relativo al 2000 il Ministro delle Finanze neozelandese ha precisato: "...*If the economic cycle turns out different to expectations, the Government will keep tax and spending plans unchanged and let the automatic fiscal stabilizers operate. This*

should support monetary policy, help moderate cyclical movements in interest rates and the exchange rate, and contribute to sustainable economic growth ...”.

3. Approccio dell'incoerenza temporale, *political business cycle* e coordinamento tra politica monetaria e fiscale

Si è detto in precedenza di come i sostenitori dell'*inflation targeting* considerino che attribuire alle banche centrali un'indipendenza rispetto agli obiettivi sia conflittuale con la democrazia. Questa posizione deriva, oltre che da una riduzione della democrazia a democrazia maggioritaria, (e di ciò si è discusso nel paragrafo precedente), dall'ipotesi che il prototipo del banchiere centrale indipendente rispetto agli obiettivi sia rappresentato dal banchiere centrale *conservatore* di Rogoff (1985), vale a dire da un banchiere che, rispetto alla società e al governo (che della prima è espressione), dia maggior peso all'obiettivo della stabilità dei prezzi che a quello della stabilità dell'*output*.

E' evidente a tutti, e non solo ai sostenitori dell'*inflation targeting*, che un banchiere centrale di questa natura, con un grado di avversione all'inflazione permanentemente più alto di quello della società, appare in contrasto con la democrazia, qualunque accezione essa assuma.

In primo luogo, infatti, esso ha preferenze costantemente diverse da quelle della società. Tuttavia, in un regime democratico, almeno nel lungo periodo, le preferenze dei responsabili della politica economica non possono differire da quelle degli elettori.

In secondo luogo, nel lungo periodo, una banca centrale può conservare la sua indipendenza dalle Autorità politiche solo se ha il sostegno della società. A causa di ciò la nomina di un banchiere

centrale conservatore non rappresenta una soluzione stabile al problema della *time-inconsistency*¹³.

Stanti le osservazioni appena fatte si può concludere che la nomina di un banchiere centrale *conservatore* risulta conflittuale con la democrazia di tipo sia maggioritario che madisoniano.

Come visto nel paragrafo precedente, peraltro, gli schemi di *inflation targeting* risultano difficilmente compatibili con una democrazia madisoniana, basata cioè su *checks and balances*.

Le difficoltà negli schemi di *time-inconsistency* ad accettare la banca centrale come una delle magistrature indipendenti, che in una democrazia madisoniana sono poste a tutela della libertà individuale, derivano dal fatto che in questi schemi le AM sono assimilate alle Autorità politiche nell'obiettivo di perseguire un *output* superiore a quello *potenziale*.

E' stato opportunamente osservato che l'ipotesi dell'esistenza di un *bias* inflazionistico sistematico nel comportamento delle banche centrali è smentita dall'esperienza storica recente. “...Recent history has not been kind to the view that central banks have an inflationary bias. In fact, the history of much of the industrial World since roughly 1980 has been one of disinflation, and sometimes, sharp disinflation, and sometimes at high social cost. Furthermore, the monetary authorities of countries, especially in Europe, have displayed a willingness to maintain their tough anti-inflation stances to this very day, despite low inflation and persistently high unemployment. Whether or not you applaud these policies, they hardly look like grabbing for short-term employment gains at the expense of inflation”.¹⁴

Sotto il profilo strettamente teorico non vi è nessuna ragione plausibile perché le banche centrali perseguano un obiettivo di *output* superiore a quello *potenziale* e quindi ricorranò a sorprese inflazionistiche. Come rilevato da McCallum (1995): “...All that is

¹³ Cfr. McCallum (1995) e Blinder (1998).

¹⁴ Cfr. Blinder (1999), p. 40-41.

needed for avoidance of the inflationary bias.....is for the central bank to recognise the futility of continually exploiting expectations that are given "this month" while planning not to do so in the future, and to recognise that its objective would be more fully achieved on average if it were to abstain from attempts to exploit these temporarily given expectations....."

In effetti, nella modellistica della *time-inconsistency* l'*output* a obiettivo delle Autorità monetarie e politiche corrisponde all'equilibrio walrasiano dell'economia, tuttavia questo è più elevato dell'*output potenziale* data l'esistenza di imperfezioni nel mercato dei beni e del lavoro dovute a concorrenza monopolistica, pressioni dei sindacati, ecc... E' dubbio che quanto appena esposto rappresenti una spiegazione plausibile della tendenza delle Autorità di governo a inflazionare l'economia. Sarebbe, infatti, lecito attendersi che l'esistenza di imperfezioni nel funzionamento dei mercati inducesse le Autorità a interventi di natura strutturale, di lungo periodo.

Nel breve periodo è più plausibile perciò che le Autorità di governo siano indotte a perseguire un *output* superiore a quello *potenziale* ricorrendo ai diversi strumenti di politica economica di cui dispongono (dalla politica monetaria a quella fiscale) al fine di accrescere il grado di consenso.

Questo comportamento appare particolarmente probabile in occasione di scadenze elettorali. Esso è stato adeguatamente evidenziato nei modelli di *political business cycle*. Questi modelli, siano essi basati sull'ipotesi di comportamento opportunistico¹⁵ o sulle ipotesi di comportamento partigiano¹⁶ delle Autorità politiche, enfatizzano l'interesse dei politici a ricorrere a manovre monetarie espansive in determinati momenti o periodi. Tali manovre determinano un temporaneo aumento della domanda aggregata,

¹⁵ Come quello seminale di Nordhaus (1975) e quello basato sull'ipotesi di aspettative razionali di Rogoff e Sibert (1988).

¹⁶ Come quello seminale di Hibbs (1977) e quello più recente conforme all'ipotesi di aspettative razionali di Alesina (1987;1988).

seguito con un qualche ritardo da un aumento del tasso di inflazione.

In particolare nei modelli basati sull'ipotesi di comportamento opportunistico, poiché gli elettori votano sulla base dell'andamento recente dell'economia, il governo e la maggioranza parlamentare in carica sono incentivati, in prossimità delle elezioni, a dar corso a sorprese monetarie in modo che la situazione economica appaia positiva ai votanti e questi esprimano un voto ad essi favorevole. L'inflazione tenderà ad aumentare in un periodo successivo, dopo le elezioni; per contrastarla il governo dovrà porre in atto politiche monetarie restrittive.

Questo andamento del ciclo politico descritto in particolare nel modello di Nordhaus (1975)¹⁷, presuppone un comportamento attivo delle AM. Ciò sta a significare che in questi modelli si ipotizza un'assoluta dipendenza della banca centrale dal governo. Questa ipotesi è, al pari dell'ipotesi di *time-inconsistency*, in contrasto con l'esperienza storica degli anni '80 già richiamata in precedenza e in particolare con le politiche rigorosamente restrittive messe in atto dalle AM in quel periodo.

Più plausibile è l'approccio seguito in alcune espressioni dei modelli di *political business cycle* nei quali si presuppone un'interdipendenza tra politica monetaria e politica fiscale. In particolare Woolley (1984), Beck (1987) e più di recente Drazen (2001) hanno sostenuto che in prossimità di elezioni il governo per guadagnare consensi nella società può dar corso a manovre fiscali espansive. In corrispondenza di tali manovre può accadere che anche banche centrali indipendenti, nell'intento di stabilizzare i tassi di interesse e di evitare, quindi, disordini nel mercato finanziario, seguano politiche monetarie accomodanti, si attengano cioè ad un comportamento passivo¹⁸. Scrive Drazen (2001):

¹⁷ Per una rassegna critica dei modelli del ciclo politico cfr. Drazen (2000) e Beck (1987).

¹⁸ Questo comportamento è evidenziato da Wooley (1984) attraverso un esame delle relazioni tra la Fed e il Presidente degli Stati Uniti. Conferma di un comportamento passivo delle AM americane si

“...*The role of monetary policy in a political cycle is more probably passive rather than active, accomodating both fiscal stimuli that opportunistic policymakers may employ to affect election outcomes and other shocks in a way under pressure from election oriented politicians ...*”..

L’approccio del *political business cycle* basato sull’interdipendenza tra la politica fiscale e quella monetaria, di cui si è appena detto, mostra che:

- a. le Autorità politiche (governo e maggioranza parlamentare) tendono a dar corso a politiche fiscali espansive finalizzate all’espansione dell’*output* al di sopra del suo livello *potenziale* al fine di guadagnare consensi in prossimità delle elezioni. Diversamente da quanto accade negli schemi di *time-inconsistency* il perseguimento di un *output* superiore a quello *potenziale* non è, dunque, costante, ma intermittente: si verifica in corrispondenza di particolari momenti;
- b. dato il comportamento delle Autorità politiche appena descritto, la banca centrale può conservare la sua indipendenza e perseguire stabilmente un obiettivo di *output potenziale* pur dando luogo in determinate occasioni (come in prossimità delle elezioni) a politiche monetarie accomodanti rispetto a manovre fiscali espansive;
- c. anche grazie al fatto che l’interesse per un *output* superiore a quello *potenziale* da parte del governo non è continuo, ma intermittente, l’analisi delle relazioni tra AF e AM non può essere che multiperiodale. Ciò fa sì che queste Autorità possono dar luogo a giochi ripetuti e, pur mantenendo la propria indipendenza, a forme di coordinamento.

ha anche in Beck (1987) e Grier (1989), i quali trovano riscontro empirico dell’esistenza di un picco del ciclo monetario nello stesso trimestre delle elezioni, quando la politica monetaria, se usata attivamente al fine di stimolare la domanda aggregata, dati i ritardi dei suoi effetti, non dovrebbe più avere carattere espansivo.

Sulla base di quanto appena esposto ai punti a. e b. può essere utile valutare gli effetti di un diverso obiettivo di *output* fra AM e AF. Ciò può essere fatto modificando il modello prima proposto nel modo che segue. Finora, infatti, in accordo con Rogoff (1985), si è presupposto che le AM, al pari del governo, riflettano passivamente le preferenze della società e, quindi, perseguano l'obiettivo di un *output* superiore a quello *potenziale*. Di qui la possibilità di risolvere il problema della *time-inconsistency* vincolando le AM a una minore reattività rispetto a *shock* sull'*output* che a scostamenti dell'inflazione dal valore obiettivo. Se si accetta, per contro, l'ipotesi che le AM si configurino come magistrature indipendenti e che perseguano un obiettivo di *output* *potenziale*, non esiste un problema di *time-inconsistency* e non vi è più ragione per attribuire alle AM, rispetto alle AF, una minore reattività a *shock* sull'*output*. Pertanto, nel contesto appena delineato si può ipotizzare, come avviene nei contratti di *performance*, che le preferenze delle AM circa la stabilizzazione dell'*output* non differiscano da quelle delle AF.

L'obiettivo delle AF resta quello di minimizzare la funzione di perdita (1), mentre l'obiettivo delle AM può essere espresso nel modo seguente:

$$(4) \quad L_M = \frac{1}{2} [\pi^2 + \tau^2 + \beta y^2]$$

in tal caso l'equilibrio di Nash è dato da¹⁹:

¹⁹ La funzione di reazione delle AF è la (N1) della nota 2, mentre quella delle AM è:

$$(N6) \quad \pi = \frac{\beta}{1 + \beta} (\pi^e + \tau - \tau^e - \varepsilon)$$

%

$$(5) \quad \begin{cases} \tau_3^{\text{Nash}} = -\beta k + \frac{\beta}{1+2\beta} \varepsilon \\ \pi_3^{\text{Nash}} = -\frac{\beta}{1+2\beta} \varepsilon \end{cases}$$

Rispetto a quanto visto facendo riferimento all'approccio di Rogoff (si veda eq. N4 di nota 4), l'equilibrio di Nash è ora caratterizzato da un maggior *surplus* fiscale e da un tasso di inflazione mediamente più basso, ma più reattivo a *shock* esogeni.

In corrispondenza di tale equilibrio la perdita attesa dalle AF, risulta pari a:

$$(6) \quad L_F^e = \frac{1}{2} \left\{ \beta(1+\beta)k^2 + \frac{\beta}{(1+2\beta)} \sigma_\varepsilon^2 \right\}$$

Da un confronto della (6) con la (N5) della nota 4 risulta che la perdita attesa del governo e, quindi, della società, risulta minore nel caso dell'istituzione di una banca centrale come magistratura indipendente che nel caso di ricorso a un banchiere centrale conservatore²⁰.

utilizzando le due funzioni di reazione si ottengono i valori attesi del *surplus* fiscale e del tasso di inflazione:

$$(N7) \quad \tau^e = -\beta k \quad e \quad \pi^e = 0$$

²⁰ La perdita attesa dalle AM risulta pari a:

$$(N8) \quad L_M^e = \frac{1}{2} \left\{ \frac{\beta \sigma_\varepsilon^2}{(1+2\beta)} + \beta^2 k^2 \right\}$$

A seguito del cambiamento degli obiettivi delle AM, anche i *bliss point* delle AF e delle AM cambiano, diventando i seguenti:

$$(7) \quad \begin{cases} \tau^{\text{blissAF}} = -\frac{\beta(1+\beta)}{1+2\beta}k + \frac{\beta}{1+2\beta}\varepsilon \\ \pi^{\text{blissAF}} = \frac{\beta(1+\beta)}{1+2\beta}k - \frac{\beta}{1+2\beta}\varepsilon \end{cases}$$

$$\begin{cases} \tau^{\text{blissAM}} = -\frac{\beta}{1+2\beta}(\beta k - \varepsilon) \\ \pi^{\text{blissAM}} = \frac{\beta}{1+2\beta}(\beta k - \varepsilon) \end{cases}$$

I nuovi *bliss point* sono in media caratterizzati da un minor tasso di inflazione e da un maggior *surplus* fiscale²¹

Ovviamente l'equilibrio non-cooperativo individuato dalla (5) non rappresenta una situazione Pareto-efficiente. Se le Autorità cooperassero, collocandosi sulla curva dei contratti, raggiungerebbero livelli di benessere superiori. In un contesto uni-periodale, tuttavia, l'equilibrio cooperativo non è sostenibile in quanto vi è sempre l'incentivo per entrambe le Autorità a deviare

²¹ Il *bliss point* delle AF è ora caratterizzato da un minor tasso di inflazione e un maggior *surplus* fiscale e il *bliss point* delle AM è in media (valore atteso degli *shock* pari a zero) caratterizzato da un minor tasso di inflazione e un maggior *surplus* fiscale per valori di γ appartenenti all'intervallo:

$$(N9) \quad \gamma \in \left(\frac{-(1+3\beta) + \sqrt{(1+3\beta)^2 + 4(1+2\beta)\beta^2}}{2(1+2\beta)}, \beta \right)$$

ossia per valori di γ non troppo distanti da β , ad esempio per $\gamma > \frac{1}{3}\beta$.

dall'accordo cooperativo, una volta che l'altra Autorità ha preso le proprie decisioni sulla base dell'accordo stesso. Affinché l'equilibrio cooperativo diventi sostenibile è necessario considerare un contesto multi-periodale, dove sia possibile stabilire un legame tra il comportamento di un'Autorità in un dato periodo e il comportamento dell'altra Autorità nei periodi successivi. Ad esempio, si può ipotizzare che le Autorità seguano una *trigger strategy*: cooperare se il periodo precedente l'altra Autorità ha cooperato, giocare Nash per tutti i periodi successivi in caso contrario. In linea con i modelli "opportunistic" di *political business cycle* e nell'ipotesi, cui si è accennato in precedenza, di interdipendenza tra politica monetaria e politica fiscale, si presume che la cooperazione avvenga nel modo seguente: in periodi non elettorali si sceglie il *bliss point* delle AM, mentre in periodi elettorali si sceglie il *bliss point* delle AF. Le elezioni avvengono ogni due periodi, per cui vi è un periodo elettorale seguito da un periodo non elettorale e via di seguito.

Per considerare un contesto multiperiodale, occorre estendere le funzioni di perdita delle Autorità al caso di più periodi. Si ipotizza quindi che le AF abbiano l'obiettivo di minimizzare la seguente funzione di perdita intertemporale, definita su un orizzonte infinito:

$$(8) \quad \Lambda_t^F = \sum_{i=0}^{\infty} \delta^i L_{t+i}^F$$

dove δ rappresenta il fattore di sconto intertemporale pari a $\frac{1}{1+r}$ e L^F è la funzione di perdita delle AF valida in ciascun periodo descritta in precedenza nella (1).

In modo analogo, l'obiettivo delle AM può essere espresso nel modo seguente:

$$(9) \quad \Lambda_t^M = \sum_{i=0}^{\infty} \delta^i L_{t+i}^M$$

dove L^M è data dalla (4).

Si ipotizzi che nel periodo t-1 entrambe le Autorità abbiano cooperato. Affinché le AF siano indotte a continuare a cooperare, il guadagno (in termini di minor perdita) che possono ottenere dal deviare, deve essere inferiore al costo derivante dalla punizione inflitta dalle AM nei periodi seguenti. Il guadagno per le AF si riferisce esclusivamente al periodo t ed è misurato dalla differenza fra il valore della perdita attesa nell'ipotesi di deviazione ed il valore della perdita attesa nell'ipotesi di cooperazione. Se t è un periodo non-elettorale, cooperare significa scegliere la combinazione di inflazione e *surplus* fiscale che caratterizza il *bliss point* delle AM. Deviare, invece, significa scegliere il livello di *surplus* fiscale sulla curva di reazione delle AF che corrisponde al livello di inflazione del *bliss point* delle AM, vale a dire²²:

²² Sostituendo la (7b) nella (1) si ottiene che la perdita attesa dall'e AF nel caso di cooperazione (in periodo non elettorale) è pari a:

$$(N10) \quad \frac{1}{2} \left[\left(\frac{\beta \sigma^2}{1+2\beta} \right) + \beta k^2 \frac{1+\beta^2+4\beta}{1+2\beta} \right]$$

Sostituendo il π^{blissAM} della (7b) nella (N1), e usando la (N7) per i valori attesi del tasso di inflazione e di *surplus* fiscale si ottiene il valore del *surplus* fiscale nel caso di deviazione delle AF. Sostituendo quest'ultimo e π^{blissAM} nella (1) si ottiene la perdita attesa dalle AF nel caso di deviazione:

%

$$(10) \quad G_F = L_t^F(\text{BlissAM}) - L_t^F(\text{deviazione}) = \frac{1}{2} \beta^2 \frac{k^2}{1+\beta}$$

dove G_F è il guadagno conseguito dalle AF dal deviare, $L_t^F(\text{BlissAM})$ è la perdita uni-periodale attesa in caso di cooperazione e $L_t^F(\text{Deviazione})$ è la perdita uni-periodale attesa in caso di deviazione.

Il costo che le AF devono sopportare nel caso decidano di non cooperare si estende a tutto l'orizzonte futuro, dal periodo $t+1$ in poi. Esso è dato dalla differenza fra il valore attuale della perdita attesa nell'ipotesi di non cooperazione ed il valore attuale della perdita attesa nell'ipotesi di cooperazione. La perdita attesa nel caso di non cooperazione è la perdita che corrisponde all'equilibrio di Nash; la perdita attesa nel caso di cooperazione è, di volta in volta, quella che corrisponde al *bliss point* delle AF o delle AM:

$$(11)$$

$$\begin{aligned} C_F &= \sum_{i=1}^{\infty} \delta^i (L_{t+i}^F(\text{Nash}) - L_{t+i}^F(\text{Cooperazione})) \\ &= \frac{\delta}{1-\delta} \left(L^F(\text{Nash}) - \frac{1}{1+\delta} (L^F(\text{BlissAF}) + \delta L^F(\text{BlissAM})) \right) \end{aligned}$$

dove C_F è il valore attuale del costo che le AF devono sopportare in caso di deviazione, $L_{t+i}^F(\text{Nash})$ è la perdita delle AF

$$(N11) \quad \frac{1}{2} \beta \frac{\beta^3 k^2 + 3\beta^2 k^2 + 4\beta k^2 + \beta \sigma^2 + k^2 + \sigma^2}{(1+2\beta)(1+\beta)}$$

nel periodo $t+i$ nel caso di equilibrio di Nash, $L^F(\text{Bliss AF})$ è la perdita uni-periodale attesa in caso di cooperazione in periodo elettorale, e $L^F(\text{Bliss AM})$ la perdita in caso di cooperazione in periodo non elettorale.

Sostituendo la (5) nella (1) si ottiene la perdita uni-periodale attesa dalle AF nel caso si verifichi l'equilibrio di Nash. Sostituendo la (7) nella (1) si ottiene la perdita attesa dalle AF in periodo elettorale (*bliss point* delle AF) e in periodo non elettorale (*bliss point* delle AM) nel caso di cooperazione. Il costo che le AF devono sopportare è pertanto pari a:

$$(12) \quad C_F = \frac{1}{2} \frac{\delta}{1-\delta} \beta^2 k^2 \frac{1-\delta+\beta(1+\delta)}{(1+\delta)(1+2\beta)}$$

Alle AF conviene cooperare piuttosto che deviare se il guadagno dal deviare è inferiore al costo, ossia per valori del fattore di sconto superiori a:

$$(13) \quad \delta^c = \frac{-(1+\beta)^2 + \sqrt{(1+\beta)^4 + 4\beta(2+\beta)(1+2\beta)}}{2\beta(2+\beta)}$$

Per valori del tasso di sconto superiori alla (13) alle AF conviene cooperare anche in periodo elettorale²³. In modo analogo

²³ In periodo elettorale il guadagno dal deviare per le AF è pari a zero (perché la cooperazione avviene nel *bliss point* delle AF), mentre il costo è dato da:

$$C_F = \frac{\delta}{1-\delta} \left(L^F(\text{Nash}) - \frac{1}{1+\delta} (L^F(\text{BlissAM}) + \delta L^F(\text{BlissAF})) \right). \text{ Pertanto alle AF}$$

conviene cooperare in periodo elettorale per valori di $\delta > \frac{1-\beta}{1+\beta}$, sempre minore di δ^c .

si può dimostrare che per valori del tasso di sconto superiori alla (13) anche alle AM conviene sempre cooperare.

Quanto finora esposto porta a concludere che, se le AM si comportano come magistrature indipendenti (stabilendo l'*output* rispetto al suo livello *potenziale*), e il potere contrattuale di AM e AF varia nel tempo (alla luce dell'approccio della *political business cycle*), sono possibili forme di coordinamento fra AM e AF. La probabilità che prevalga il coordinamento dipende, tuttavia, dal fattore di sconto δ e, data la (13), dal valore di β . Quanto più elevato è quest'ultimo, tanto più alta è la probabilità di un equilibrio cooperativo. Da un lato, infatti, è vero che il guadagno che le AF possono ottenere dal deviare cresce al crescere di β . Infatti, quanto più alto è β tanto più espansiva è la politica economica desiderata dalle AF, e quindi maggiore è il costo uniperiodale per queste ultime dal cooperare e scegliere il *bliss point* delle AM. Dall'altro lato, tuttavia, il costo che le AF devono sopportare nel caso decidano di non cooperare è anch'esso funzione crescente di β : in caso di non cooperazione le AM sceglieranno l'equilibrio di Nash per tutti i periodi successivi. In tale equilibrio le AF, volendo stabilizzare l'*output* ad un valore superiore di quello potenziale, attuano una politica fiscale espansiva, gli operatori lo sanno e non si lasciano sorprendere, pertanto l'*output* nell'equilibrio di Nash è pari a quello potenziale, ma il *surplus* fiscale è inferiore a quello desiderato dalle AF. Il *surplus* fiscale nell'equilibrio di Nash è tanto più basso quanto maggiore è β . Derivando la (10) e la (12) rispetto a β si rileva che tra i due fattori appena illustrati è dominante quello relativo al costo: al crescere di β il costo di un comportamento non cooperativo cresce di più del guadagno, pertanto la probabilità di un equilibrio cooperativo aumenta.

4. La politica economica anticiclica: il ruolo della politica monetaria e della politica fiscale

Si è visto nel paragrafo precedente come il caso di equilibrio non-cooperativo rappresenti una situazione Pareto inefficiente e che entrambe le Autorità, pur restando indipendenti l'una dall'altra, possono raggiungere una situazione di benessere superiore cooperando. Di qui l'esigenza di analizzare i fattori che possono favorire forme di coordinamento. Nell'ambito di questi fattori i seguenti hanno un carattere preminente:

a. Un primo aspetto che corrisponde a una forma di massimo coordinamento tra AM e AF è rappresentato da situazioni contingenti, quali l'identità delle preferenze tra AM e AF o la rinuncia da parte delle AF a condurre politiche fiscali attive.

E' questa una situazione in cui sono di fatto venuti a trovarsi i Paesi industrializzati negli ultimi due decenni. In questi Paesi, infatti, a partire dagli anni '80, la tendenza del governo e della maggioranza parlamentare a ricorrere a politiche fiscali opportunistiche, volte a creare le condizioni economiche per un successo elettorale, si è significativamente attenuata.

A ciò hanno contribuito diverse ragioni.

In primo luogo, l'accresciuto grado di integrazione dei mercati finanziari a livello internazionale ha reso più problematico il ricorso a politiche economiche, in particolare fiscali, dissonanti dal ciclo internazionale.

Emblematico il caso della Francia che durante la prima presidenza di Mitterand avviò nel 1982 una politica fiscale espansiva a seguito della quale il tasso di crescita dell'*output* di quel Paese si portò a livelli significativamente superiori a quello medio dell'area SME. Ne derivò per la Francia un ampio squilibrio della bilancia commerciale, una pronunciata perdita di riserve valutarie ed un tendenziale indebolimento del franco. Allo scopo di garantire al Paese la permanenza nello SME le Autorità di governo

francesi furono costrette ad abbandonare la politica fiscale espansiva posta in atto.

In secondo luogo, dagli anni '80 la presenza di elevati disavanzi fiscali e, in molti casi, di un elevato debito pubblico ha costretto la gran parte dei Paesi industrializzati a ripensare il ruolo della politica fiscale nella stabilizzazione del ciclo.

In terzo luogo, a livello teorico si è assistito ad un profondo ripensamento sul ruolo delle politiche di stabilizzazione. Infatti, negli ultimi 10 – 15 anni la cosiddetta “macroeconomia positiva”, che si propone di descrivere il funzionamento del sistema economico, è stata soppiantata dalla cosiddetta “nuova macroeconomia normativa”²⁴, volta principalmente a valutare l'efficacia di differenti regole di politica economica e, quindi, con l'obiettivo di raccomandare le politiche migliori da attuare concretamente.

Nell'ambito di questo nuovo approccio sono stati condotti studi tesi, da un lato, a evidenziare come politiche fiscali orientate all'offerta, i cui effetti si manifestano solo nel lungo periodo, possano incidere sulla posizione della curva di Phillips e dar luogo a cambiamenti dell'*output potenziale* e perciò permanenti e, dall'altro lato, operare un confronto sulla diversa efficacia della politica monetaria e di quella fiscale nella stabilizzazione del ciclo.

In quest'ambito è stato osservato che a fini di stabilizzazione la politica monetaria presenta numerosi vantaggi rispetto alla politica fiscale, tra cui i più brevi tempi di implementazione e la più elevata flessibilità con cui possono essere variati gli strumenti²⁵.

²⁴ Per un approfondito esame di questo cambiamento di impostazione teorica cfr. Taylor (2000).

²⁵ Come evidenziato da Taylor (2000), i vantaggi del ricorso alla politica monetaria a fini anticiclici possono essere ricondotti ai seguenti:

- a. i tempi di implementazione di una manovra monetaria sono sensibilmente più brevi rispetto a quelli di una manovra fiscale. Infatti, aggiustamenti della quantità di base monetaria o dei tassi di interesse possono essere decisi pressochè istantaneamente dalle Autorità monetarie. Per contro decisioni di una variazione della spesa pubblica o

Di qui la tendenza a optare nella conduzione della politica fiscale a *stabilizzatori automatici*, piuttosto che a interventi discrezionali (cfr. Appendice A).

b. un secondo modo per favorire la cooperazione tra AM e AF è rappresentato dal *ricorso ad accorgimenti istituzionali*. Tali accorgimenti assumono un ruolo rilevante allorché le AF non

delle imposte devono essere sottoposte dal governo al parlamento che può decidere di accettare la proposta governativa, di modificarla o di respingerla. Questo articolato processo decisionale richiede tempo per essere portato a compimento.

- b. per le ragioni appena ricordate relative alla diversa complessità dei processi decisionali, le Autorità monetarie possono modificare con maggiore flessibilità i loro strumenti, e quindi l'impostazione della politica monetaria, di quanto possano fare governo e parlamento per gli strumenti fiscali.
- c. il ricorso a politiche fiscali discrezionali renderebbe più difficile l'esercizio della politica monetaria. In particolare le Autorità monetarie nel variare gli strumenti a disposizione dovrebbero dedicare tempo e risorse a prevedere gli effetti delle manovre fiscali proposte dal governo e la probabilità che queste siano approvate dal parlamento. Questi inconvenienti non ricorrono se le modificazioni delle entrate e delle spese pubbliche vengono a dipendere da stabilizzatori automatici piuttosto che da politiche discrezionali. In questo caso gli effetti di variazioni degli strumenti fiscali sulle variabili macroeconomiche sono più facilmente prevedibili da parte delle Autorità monetarie.
- d. va rilevato che a partire dagli anni '80, nella gran parte dei Paesi industrializzati, le Autorità monetarie hanno perseguito principalmente l'obiettivo della stabilità dei prezzi, dando corso a politiche preventive. In questo contesto, allorché l'*output* effettivo tendeva a superare (a restare al di sotto) dell'*output potenziale* e quindi il tasso d'inflazione atteso si portava al di sopra (al di sotto) dell'obiettivo, le Autorità monetarie provvedevano ad elevare (abbassare) il livello dei tassi d'interesse. Così comportandosi, esse finivano con lo stabilizzare il ciclo economico, rendendo secondario il ruolo anticiclico della politica fiscale discrezionale e lasciando che spazi crescenti avessero stabilizzatori fiscali automatici e interventi strutturali nella spesa e nelle entrate dello Stato.

rinuncino ad attuare politiche discrezionali di stabilizzazione e si sia in presenza di Autorità monetarie e fiscali del tutto indipendenti.

Gli accorgimenti istituzionali possono assumere la natura di contatti istituzionali formali o informali o quella di un quadro normativo che vincola il comportamento delle AM o delle AF.

Nell'ambito del primo tipo di accorgimenti stanno le varie forme di contatto, di scambio di informazioni, di punti di vista e di prese di posizioni di AM e AF.

Scrivono Meyer (2000) con riferimento agli Stati Uniti: "... *One important reason for consultation and communication between the Federal Reserve and both the executive and legislative branches is the desirability of effective coordination of monetary and fiscal policies. The executive and legislative branches collectively set fiscal policy, while the central bank sets monetary policy. The appropriate monetary policy must give substantial weight to prevailing and expected fiscal policies....the same principle is at work in the formation of fiscal policies....*"

Negli Stati Uniti il Segretario del Tesoro e il Presidente della Federal Reserve si incontrano frequentemente, spesso due o tre volte la settimana. Gli incontri, in genere, sono brevi e informali: spesso avvengono a colazione o a pranzo. Essi risalgono all'Accordo del 1951 tra Tesoro e Federal Reserve; oggi rappresentano la principale forma di contatto tra l'Amministrazione e la banca centrale americana.

Tra rappresentanti di quest'ultima e il Tesoro vi sono ovviamente numerose altre occasioni di contatto e incontro.²⁶

Il Presidente degli Stati Uniti e quello della Federal Reserve si incontrano occasionalmente (in genere, due volte all'anno) e in

²⁶ " *There are a number of other opportunities for regular contacts among Federal Reserve governors and members of the Administration's economic team. A governor (on a regular basis) hosts a weekly meeting ...for senior staff of the Federal Reserve. While the meetings aresocial as well as substantive, they are opportunities to discuss issues of mutual concern....*" cfr. Meyer (2000; pg. 11)

modo informale: in queste occasioni la banca centrale espone all'Amministrazione il suo punto di vista sull'economia americana e sulla situazione economica mondiale.²⁷

Il coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale in presenza di AM e AF indipendenti può essere favorito, oltre che da forme di contatto discrezionali, da forme di contatto ufficiali. Ad esempio, negli anni '50 sotto la presidenza Eisenhower fu costituito un Consiglio (*l'Advisory Board on Economic Growth and Stabilization*) che includeva tra gli altri il presidente della CEA (il *Council of Economic Advisers* dell'Amministrazione) e il Presidente della Federal Reserve.

Oltre che attraverso forme istituzionali di negoziato, la coerenza tra la politica fiscale e la politica monetaria può essere favorita ponendo dei vincoli normativi. Tali vincoli tendono a modificare il comportamento delle AM e delle AF e quindi tendono a limitare nei fatti il loro grado di indipendenza²⁸. Con riferimento ai vincoli normativi alla politica fiscale si può pensare all'introduzione di limiti ben determinati al disavanzo pubblico come è già stato fatto nell'UME con il Patto di Stabilità e Crescita. Tale Patto, da un lato prevede che il saldo dei bilanci pubblici normalmente sia in pareggio, dall'altro, consente oscillazioni dei

²⁷ Inoltre "*The Federal Reserve and the Treasury participate in variety of working groups... Treasury and Federal Reserve officials often serve together as delegations to international organisations-including meetings of G7 and G 10 finance ministers and central bank governors; regional organisation....; the Financial Stability Forum, OECD Working Party 3 and Economic Policy Committee and G22; and bilateral economic dialogues....*"
cfr. Meyer (2000; pg. 12)

²⁸ Vincoli normativi al comportamento delle Autorità possono riguardare, oltre che la politica fiscale, la politica monetaria. Si pensi, ad esempio, a strumenti quali i *ceiling* sull'espansione del credito al settore privato. Con strumenti di questo tipo, nei fatti, si favorisce l'assorbimento da parte delle banche di titoli di stato e, quindi, l'emissione di debito pubblico a tasso più favorevole di quanto altrimenti avverrebbe. Lo Stato, pertanto, a parità di oneri sul servizio del debito, può emettere un più elevato ammontare di titoli e quindi coprire un più ampio disavanzo.

disavanzi connesse al ciclo economico e, quindi, inibisce il ricorso a interventi discrezionali di politica fiscale, riducendo le possibilità da parte dei governi di dar corso a cicli politici.

Come è stato da più parti evidenziato, nell'UME il coordinamento tra politica fiscale e politica monetaria è complicato dal fatto che esistono 12 Paesi che hanno, tuttora, sovranità fiscale: esistono cioè, potenzialmente almeno, 12 diverse politiche fiscali. Il Patto di stabilità e sviluppo rappresenta in primo luogo uno strumento di coordinamento forzato delle politiche fiscali dei Paesi dell'UME, costringendoli alla convergenza verso l'equilibrio. Mentre favorisce tale convergenza, il Patto di stabilità vincola il comportamento delle AF a una politica fiscale virtuosa e dà luogo, dunque, a un coordinamento "forzato" tra politica monetaria e politica fiscale.

Se si applica un vincolo istituzionale, come quello implicito nel Patto di stabilità e sviluppo, al modello presentato precedentemente, le proprietà di un eventuale equilibrio non-cooperativo sono assai meno costose per la società²⁹.

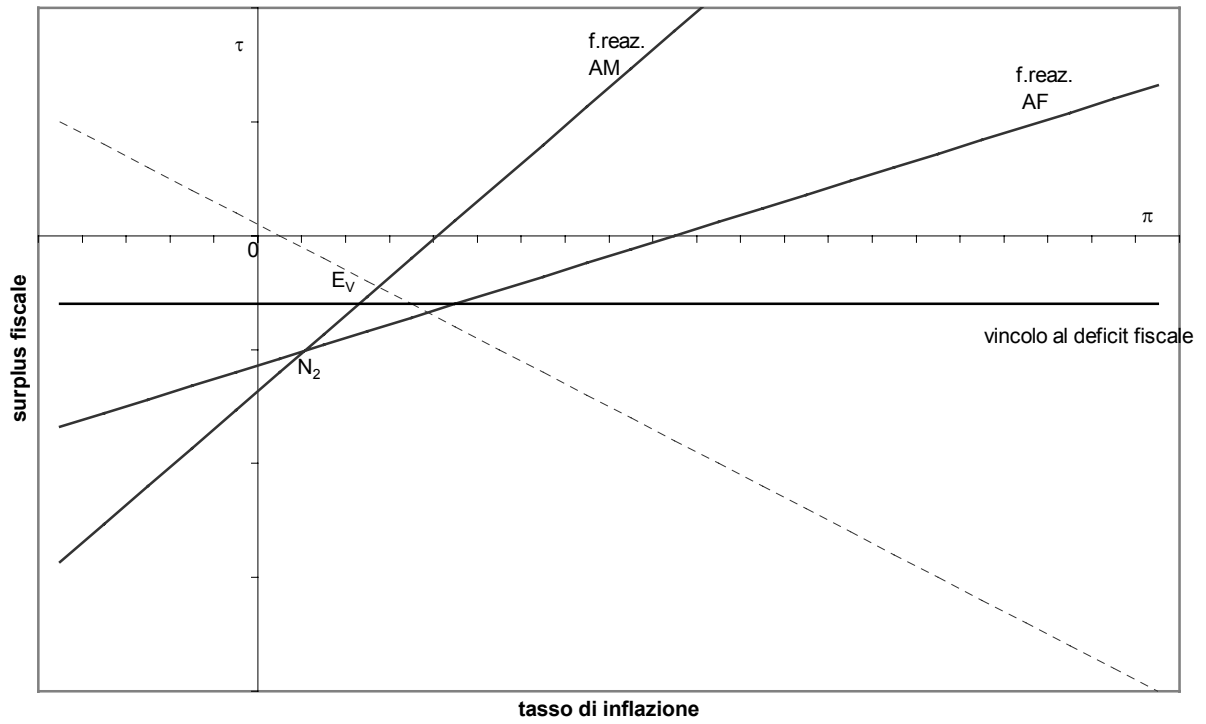
Qualora la funzione di perdita uni-periodale delle AM sia la (4) (vale a dire se le AM hanno come obiettivi l'inflazione, il *surplus* fiscale e la stabilizzazione del reddito rispetto all'*output potenziale*), e la funzione di perdita uni-periodale delle AF sia la (1) (vale a dire se le AF hanno come obiettivi l'inflazione, il *surplus* fiscale e la stabilizzazione dell'*output* rispetto ad un livello superiore a quello *potenziale*), l'equilibrio di Nash, qualora il vincolo sul *surplus* fiscale sia stringente, si ottiene dall'incontro fra la funzione di reazione delle AM e la retta $\tau = \tau_0$, tenendo presente che, quando il vincolo è stringente, $\tau^e = \tau_0$. In tal caso, l'equilibrio di Nash è caratterizzato da un *surplus* fiscale pari a τ_0 e da un livello di inflazione pari a:

²⁹ In un contributo recente, Dixit e Lambertini (2000) mostrano che il ricorso a vincoli costituzionali, quali quelli previsti dal Patto di Stabilità e Crescita, rende gli equilibri di Nash meno estremi.

$$(14) \quad \pi = \frac{-\beta\varepsilon}{1+\beta}$$

La Figura 3 rappresenta graficamente la situazione.

Figura 3



Nella Figura 3 l'equilibrio con il vincolo al livello del *surplus* fiscale è rappresentato dal punto E_v , mentre l'equilibrio non

cooperativo è rappresentato dal punto N_2 ³⁰. Come mostra la Figura 3, se viene posto un vincolo al livello del *surplus* fiscale il tasso di inflazione di equilibrio è inferiore e il livello del *surplus* fiscale è superiore alla soluzione di equilibrio non cooperativo³¹.

E' utile fare un confronto tra forme di negoziazione istituzionale e l'imposizione di vincoli normativi. La preferibilità dell'uno o l'altro modo di comporre la politica monetaria e la politica fiscale dipende dalla varianza degli *shock* (cfr. Appendice B). Se la varianza degli *shock* è elevata forme di "negoziato istituzionale" convengono sempre rispetto alla fissazione di un vincolo. Se, invece, la varianza degli *shock* è bassa, il risultato è incerto: per valori del vincolo vicini al pareggio di bilancio il ricorso a un vincolo assicura un benessere maggiore. Ne segue che tendenzialmente grandi economie, con un grado di apertura limitato e una struttura produttiva diversificata e quindi caratterizzate da una varianza degli *shock* contenuta, sembrano più adatte all'adozione di vincoli normativi di piccole economie aperte. Va aggiunto, tuttavia, che il livello critico della varianza dipende da k , ossia dal fatto che le AF desiderano stabilizzare l'economia rispetto ad un valore superiore al livello potenziale: minore è k e minore è il

³⁰ Si noti che l'equilibrio non cooperativo N_2 è diverso da quello ottenuto nel paragrafo precedente, eq. (5), in quanto, anche se il vincolo non è vincolante, modifica le aspettative e pertanto la funzione di reazione si sposta.

³¹ Se la varianza degli *shock* non è elevata, l'introduzione di un vincolo al *surplus* fiscale può aumentare il livello di benessere per la società rispetto alla soluzione non cooperativa sia in un contesto uni-periodale che in uno multi-periodale. Nel caso di un contesto multiperiodale, ciò avviene se la varianza degli shock è inferiore a $\sigma^2 < \frac{(3\delta\beta + \delta\beta^2 + 2\delta + \beta + \beta^2)k^2}{1 + \delta}$ e se il vincolo è

fissato nel seguente intervallo: $\tau_0 \in \left(\pm \sqrt{\beta^2 k^2 - \frac{\beta^2}{(1 + \beta)(1 + 2\beta)} \sigma_\varepsilon^2} \right)$

livello critico della varianza, per cui maggiore è la probabilità che un negoziato istituzionale assicuri un benessere maggiore. Pertanto, in un Paese in cui le AF perseguano in misura attenuata politiche espansive di tipo elettorale un negoziato istituzionale appare preferibile.

In conclusione, un negoziato istituzionale permette di rispondere in modo più adeguato a possibili *shock*; se le AF attuano solo in misura attenuata politiche fiscali elettorali, il negoziato istituzionale si configura come la pratica di *policy* preferibile. Se le AF, invece, attuano politiche fiscali elettorali e la varianza dell'*output* non è elevata, un vincolo normativo appare preferibile.

Conclusioni

Il lavoro mostra preliminarmente i problemi che possono derivare al coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale in un modello *à la* Rogoff dove AF (le Autorità fiscali) e AM (le Autorità monetarie) sono totalmente indipendenti rispetto agli obiettivi e la politica monetaria è esercitata da un banchiere centrale *conservatore*. In questo contesto il gioco tra AF e AM porta inevitabilmente a un equilibrio di Nash, contraddistinto da un tasso di inflazione e da un *surplus* fiscale più bassi di quanto desiderato dalle due Autorità.

E' da ritenere che difficilmente nel tempo, in un sistema democratico, la società possa accettare gli elevati costi sociali che deriverebbero dall'esistenza di un banchiere centrale *conservatore* e dalla contestuale assenza di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale. Anche a seguito di queste considerazioni è andata diffondendosi in una parte degli studiosi la convinzione che il problema del coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale possa trovare soluzione nei modelli dei "contratti di *performance*" e nell'adozione nella gestione della politica monetaria di schemi di *inflation targeting*. In schemi di questo tipo, come noto, le Autorità di governo, e quindi le AF, si configurano come il "principale" che

delega a un “agente”, le AM (ovvero la banca centrale), l’esercizio della politica monetaria, riservando, comunque, a se stesso il compito di definire contestualmente l’obiettivo di tasso di inflazione e gli obiettivi della politica fiscale.

Come evidenziato nel paragrafo 1, in uno schema di *inflation targeting* il *bliss point* delle AM viene a coincidere con quello delle AF, dal momento che le preferenze dominanti sono quelle del principale. In uno schema di *inflation targeting*, pertanto, non sussiste alcun problema di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale: ciò, peraltro, sta a significare che la banca centrale può essere indipendente solo rispetto agli strumenti e non rispetto agli obiettivi.

A questi schemi si ispira la riforma della gestione della politica monetaria effettuata in numerosi paesi industrializzati e non, tra cui la Nuova Zelanda, il Regno Unito, i Paesi scandinavi, l’Australia e il Canada.

Da parte di numerosi economisti si è ritenuto che gli schemi di *inflation targeting* presentino rispetto ad altri schemi che prevedono l’attribuzione alle banche centrali di indipendenza rispetto agli obiettivi un più elevato grado di compatibilità con la democrazia. Tale tesi è basata sul presupposto che in una democrazia gli obiettivi ultimi della politica economica e, quindi, della politica monetaria, devono essere fissati da un organo elettivo: essi devono, cioè, riflettere le preferenze della società.

Questa posizione deriva da un equivoco di fondo, vale a dire dalla riduzione della democrazia a democrazia diretta, ovvero di tipo rousseuiano. Va, tuttavia, tenuto presente che la democrazia prevalente nei Paesi industrializzati è di tipo rappresentativo.

Val la pena ricordare che, nella democrazia rappresentativa, ovvero nell’accezione liberale di democrazia, le istituzioni politiche hanno la funzione di proteggere le libertà fondamentali degli individui anche nei confronti dei suoi stessi rappresentanti. In questo contesto, pertanto, il principio maggioritario viene temperato attraverso l’istituzione di “argini”, quali le magistrature

indipendenti, cui è affidato il compito di salvaguardare le libertà fondamentali dalle minacce che potrebbero derivare da cambiamenti di maggioranza parlamentare o dalle divisioni e dalle conflittualità che caratterizzano la vita politica.

Le banche centrali, al pari delle corti costituzionali, rappresentano un esempio delle magistrature indipendenti appena menzionate: ad esse è affidata la tutela dei diritti di proprietà dei cittadini attraverso la salvaguardia del valore della moneta.

L'efficacia operativa delle banche centrali rispetto alla loro funzione obiettivo dipende paradossalmente dall'elusione del principio maggioritario: con la istituzione di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi la società decide consapevolmente di lasciare al di fuori della negoziazione politica le scelte inerenti la quantità di moneta emessa e il livello dei tassi di interesse. Tale decisione deriva dalla consapevolezza che alterazioni del valore della moneta (non importa se dovute a instabilità dei prezzi o del sistema bancario e finanziario) determinano processi redistributivi di natura surrettizia e, quindi, incompatibili con un sistema democratico dove le misure di politica economica che hanno riflessi sulla distribuzione del reddito non possono che essere trasparenti e decise dal parlamento.

Non è certo un caso che modificazioni del livello e della struttura delle imposte avvengano attraverso decisioni dell'assemblea legislativa. Variazioni della politica monetaria, poiché possono avvenire attraverso un atto amministrativo (vale a dire modificazioni della quantità di moneta), per ragioni tecniche non possono essere affidate al parlamento: tuttavia, dati i loro riflessi sulla distribuzione del reddito, possono essere affidate a una magistratura indipendente, come le banche centrali.

Sulla base delle considerazioni precedenti nel paragrafo 2 si mostra come il modo in cui gli schemi di *inflation targeting* risolvono il problema del coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale appare non conclusivo. La riconduzione delle preferenze delle AM a quelle delle AF e il conseguente

disconoscimento dell'indipendenza rispetto agli obiettivi delle banche centrali rendono la politica monetaria esposta al grado di avversione all'inflazione del governo e del parlamento, vale a dire della maggioranza parlamentare, ma non della totalità della società.

In questo modo le scelte di politica monetaria non sono salvaguardate da pressioni politiche. Variazioni delle preferenze dell'elettore mediano e della maggioranza possono portare a un uso politico della moneta: il ruolo delle istituzioni nella salvaguardia delle libertà fondamentali risulta circoscritto.

Il fatto che gli schemi di *inflation targeting* sembrano assicurare contestualmente la stabilità dei prezzi e un soddisfacente grado di coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale appare contingente alla fase attuale di elevata avversione all'inflazione della società e di sfiducia verso l'efficacia delle politiche fiscali nella stabilizzazione del ciclo economico.

Partendo dalle critiche al concetto di democrazia preso a riferimento dagli schemi di *inflation targeting* si può pervenire alla conclusione che l'istituzione di una magistratura monetaria indipendente ovvero di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi (oltre che rispetto agli strumenti) è assolutamente compatibile con una democrazia rappresentativa.

A questo schema di riferimento sembrano riconducibili sia la Federal Reserve che la BCE. Ci si deve chiedere come possano la politica monetaria e quella fiscale risultare coerenti in presenza di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi.

A questo scopo è utile preliminarmente precisare quali possono essere gli obiettivi finali di una simile banca centrale, in particolare occorre chiarire se una banca centrale che svolga le funzioni di magistratura indipendente persegua un obiettivo di *output* superiore all'*output potenziale*, come accade alle AF.

Nel paragrafo 3 si mostra come sia plausibile che le AM perseguano un obiettivo di *output potenziale* e che le AF siano indotte a perseguire un *output* superiore a quello *potenziale* per perseguire un più elevato consenso politico e elettorale (come

evidenziato dall'approccio di *political business cycle*) piuttosto che per contrastare l'esistenza di rigidità nel mercato dei beni e dei servizi (come evidenziato dall'approccio di *time-inconsistency*).

L'accettazione dell'approccio di *political business cycle* consente di affermare che le AF perseguiranno un *output* superiore a quello *potenziale* solo in determinate occasioni, per l'esattezza nell'imminenza delle scadenze elettorali. In queste occasioni, secondo i teorici del *political business cycle*, e in particolare Drazen (2001), le AM terranno una politica monetaria accomodante.

In altre occasioni, in particolare quando le elezioni sono lontane, è presumibile che il potere contrattuale delle AM sia più elevato e che l'obiettivo di *output* da esse perseguito sia dominante.

L'approccio "opportunistic" del *political business cycle* induce a ritenere che il potere contrattuale di AM e AF varia nel tempo e che tra politica monetaria e politica fiscale esista una profonda interdipendenza.

Tale ipotesi porta inevitabilmente a ricondurre le relazioni tra AF e AM a un contesto multiperiodale, anziché uniperiodale come accade in Rogoff e nell'approccio dei contratti di *performance*. Pertanto, AM e AF possono dar luogo a giochi ripetuti e a forme di coordinamento spontaneo o "forzato". Queste ultime possono concretarsi in momenti istituzionali di negoziato tra AM e AF oppure in vincoli normativi al comportamento delle AM e delle AF.

Il primo tipo di coordinamento è prevalente, ad esempio, negli Stati Uniti: in questo Paese, infatti, dopo l'Accordo del 1951 il Segretario del Tesoro e il Presidente della Federal Reserve si incontrano due o tre volte la settimana, in genere a colazione o a pranzo. Oltre a ciò, diversi "momenti" di incontro tra funzionari della Fed e del Tesoro sono previsti.

Gli incontri formali o informali tra AM e AF rappresentano un importante strumento di coordinamento tra politica monetaria e

politica fiscale laddove governo e banca centrale mantengono la loro indipendenza rispetto agli obiettivi.

La vicinanza del punto di equilibrio al *bliss point* delle AF o a quello delle AM dipende dal loro rispettivo potere contrattuale. Quest'ultimo è condizionato da fattori diversi, quali la prossimità delle elezioni, l'efficacia contingente dei diversi strumenti di politica economica, l'ideologia prevalente del momento, ecc...

Il coordinamento tra politica monetaria e fiscale non può assumere la forma di un "negoziato istituzionale" in Europa dove lo scambio negoziale tra AM e AF non trova ancora una sede istituzionale. Ciò dipende in primo luogo dal fatto che non esiste nell'UME una politica fiscale unica e, quindi, una AF che possa proporsi come interlocutrice della BCE. In questo contesto si può "forzare" il coordinamento tra AM e AF indipendenti ricorrendo a "vincoli comportamentali" di natura normativa, come il Patto di Stabilità e Sviluppo siglato ad Amsterdam nel 1998 dai Paesi aderenti all'UME. La preferibilità, ai fini del coordinamento tra Autorità indipendenti, tra il ricorso a forme di contatto istituzionale e il ricorso a vincoli comportamentali di natura normativa dipende in primo luogo dalla varianza degli *shock*. Quando la varianza degli *shock* è elevata, è preferibile il ricorso al negoziato istituzionale; quando la varianza degli *shock* è bassa, è preferibile un vincolo sul *surplus* vicino al pareggio di bilancio, come accade nel Patto di Stabilità e Sviluppo in vigore nell'UME. Va aggiunto, tuttavia, che il valore critico della varianza degli *shock* dipende dal valore di *output* desiderato dalle AF. Se le AF perseguono un obiettivo di *output* poco discosto da quello potenziale tale valore critico è basso, per cui maggiore è la probabilità che il negoziato istituzionale si configuri come la pratica preferibile.

Si è sempre insistito sul fatto che il Patto di Stabilità e Sviluppo nel sollecitare una disciplina fiscale nei Paesi membri dell'UME è volto a prevenire pressioni sulla BCE affinché dia corso a manovre monetarie espansive e inflazionistiche. Alla luce di quanto esposto in questo articolo il Patto di Stabilità e Sviluppo

si configura anche come uno strumento efficace per favorire il coordinamento tra politica monetaria e politica fiscale in presenza di una banca centrale indipendente rispetto agli obiettivi, qual'è la BCE, e di un obiettivo di convergenza verso il pareggio dei singoli bilanci pubblici nazionali.

Bibliografia.

Alesina A. (1987), *Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game*, in "Quarterly Journal of Economics", pp. 651-678

Alesina A. (1988), *Macroeconomics and Politics*, in O. Blanchard e S. Fischer (eds.), "NBER Macroeconomics Annals", Cambridge, MA, Mit Press.

Barro R. e D. Gordon (1983), *A positive theory of monetary policy in a natural rate model*, in "Journal of Political Economy", pp. 589-610.

Bean C. (1998), *The new UK monetary arrangements: a view from the literature*, in "Economic Journal", pp. 1795-1809.

Beck N. (1987), *Elections and the Fed: is there a political monetary cycle?*, in "American Journal of Political Science", pp. 194-216.

Bernanke B.S., Laubach T., Mishkin F. e A.S. Posen (1999), *Inflation targeting. Lessons from the international experience*, Princeton, Princeton University Press.

Blinder A. (1999), *Central banking in theory and practice*, Cambridge, MIT Press.

Cama G. e G.B. Pittaluga (2002), *Origine e evoluzione delle banche centrali: il ruolo delle lobby sociali*, in "Studi Economici".

Cama G. e G.B. Pittaluga (2002), *Strutture politiche e indipendenza della BCE*, in F. Praussello (a cura di), "La circolazione dell'Euro e l'Unione Economica e Monetaria", Milano, Franco Angeli, 2002.

Debelle G. e S. Fischer (1995), *How independent should a central bank be?*, in Fuhrer J.C. (ed) "Goals, guidelines and constraint facing monetary policymakers", Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series n.38, Boston, pp. 195-211.

Demertzis M., Hughes Hallet A., Viegi N. (1999), *An independent central bank with elected governments: a political economy conflict*, CEPR Discussion Paper n. 2219.

Dixit, A., e Lambertini, L. (2000), *Fiscal discretion destroys monetary commitment*, mimeo, Princeton University.

Drazen A. (2000), *The political business cycle after 25 years*, in NBER Macroeconomics Annual 2000, Cambridge MA, MIT Press.

Drazen A. (2001), *"Laying low" during elections: political pressure and monetary accommodation*, CEPR European Summer Symposium in Macroeconomics.

Drazen A. (2002), *Central bank independence, democracy, and dollarization*, in "Journal of Applied Economics", pp.1-17.

Eijffinger S. e J. De Hann (1996), *The political economy of central bank independence*, Special paper n. 19, International Finance Section, Princeton.

Grier K. (1989), *On the existence of a political monetary cycle*, in "American Journal of Political Science", pp.194-216.

Hall S. e A. Yates (1999), *Fiscal and monetary policy: is there really a coordination failure?*, Bank of England, mimeo.

Hibbs D. (1977), *Political parties and macroeconomic policy*, in "American Political Science Review", pp.1467-1487.

Kydland F.E e E.C. Prescott (1977), *Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans*, in "Journal of Political Economy", pp. 373- 491.

McCallum B.T. (1995), *Two fallacies concerning central bank independence*, in "American Economic Review", Papers and Proceedings, pp. 207-211.

Meyer L. (2000), *The politics of monetary policy balancing independence and accountability*, in "BIS Review", pp. 1-17.

Mishkin F. (1999), *Central banking in a democratic society: implications for transition countries*, in M. Blejer e M. Skreb, “Central banking, monetary policies, and the implications for transition economies”, Boston, Kluwer Academic Publishers.

Nordhaus W. (1975), *The political business cycle*, in “Review of Economic Studies”, pp. 169-190.

Nordhaus W.D (1994), *Policy games: coordination and independence in monetary and fiscal policies*, in “Brookings Paper on Economic Activity”, pp. 139-202.

Persson T. e G. Tabellini (1993), *Designing institutions for monetary stability*, in Carnegie- Rochester Conference Series on Public Policy, pp. 53-84.

Posen A.S (1995), *Declarations are not enough: financial sector sources of central bank independence*, in Bernanke B. e J. Rotemberg (eds.), “NBER macroeconomics Annual 1995”, Cambridge MA, MIT Press.

Rogoff K. (1985), *The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target*, in “Quarterly Journal of Economics”, pp. 1169-1190.

Snowdon B. e H.R. Vane (1997), *Politics and the macroeconomy: endogenous politicians and aggregate instability*, in B. Snowdon e H.R. Vane (eds.), “Reflections on the development of modern macroeconomics”, Cheltenham U.K., Edward Elgar.

Taylor J.B. (2000), *Reassessing discretionary fiscal policy*, in “Journal of Economic Perspectives”, pp. 21-36.

Walsh C. (1995), *Optimal contracts for central bankers*, in “American Economic Review”, pp. 150-167.

Wooley J.T. (1984), *Monetary politics: the Federal Reserve and the politics of monetary policy*, Cambridge UK, Cambridge University Press.

Appendice A

Le differenze tra il ricorso a stabilizzatori automatici e a misure discrezionali di politica fiscale possono essere valutate attraverso il modello presentato in precedenza. Gli stabilizzatori automatici possono essere introdotti nel modello ipotizzando un sistema fiscale che riduce automaticamente le imposte al diminuire del reddito:

$$(A1) \quad t = t_d + \bar{t}y$$

L'aliquota fiscale è composta da una parte indipendente dal reddito, t_d , e da una parte che dipende positivamente dal reddito \bar{t} . Sostituendo la (A1) nella (3) la funzione di offerta aggregata diventa:

$$(A2) \quad y = \frac{1}{1+\bar{t}}(\pi - \pi^e - t_d + t^e + \varepsilon)$$

Nel caso in cui le AF non ricorrono a misure discrezionali, ma solo a stabilizzatori automatici, fisseranno t_d , e \bar{t} a quei livelli che minimizzano il valore atteso della loro funzione di perdita. Sostituendo la (A1) e la (A2) nella (1) si ottiene:

$$(A3) \quad E(L_F) = \frac{1}{2} E \left\{ \pi^2 + \left[t_d + \frac{\bar{t}}{1+\bar{t}} (\pi - \pi^e - t_d + t^e + \varepsilon) \right]^2 + \frac{1}{2} E \left\{ \beta \left[\frac{1}{1+\bar{t}} (\pi - \pi^e - t_d + t^e + \varepsilon) - k \right]^2 \right. \right.$$

Derivando rispetto a t_d e a \bar{t} si ottengono i valori che minimizzano il valore atteso della funzione di perdita delle AF. Questi valori sono dati da t_d uguale a zero e da \bar{t} uguale a β .

In questo contesto, le sole Autorità che ricorrono a politiche discrezionali sono le AM. Sostituendo la (A1) e la (A2), con $t_d = \bar{t} = 0$ e \bar{t} uguale a β nella (4), e derivando rispetto a π , si ottiene che l'inflazione attesa è pari a zero e l'inflazione è pari a:

$$(A4) \quad \pi = \frac{-\beta}{1+2\beta} \varepsilon$$

La perdita attesa dalle AF in tal caso è pari a:

$$(A5) \quad L_F^e = \frac{1}{2} \left\{ \beta k^2 + \frac{\beta}{(1+2\beta)} \sigma_\varepsilon^2 \right\}$$

Sulla base della (A5) e del confronto di essa con la (6) possiamo concludere che la perdita attesa delle AF è inferiore se ricorrono a stabilizzatori automatici piuttosto che a interventi di natura discrezionale.

Appendice B.

Per attuare un confronto fra forme di negoziato istituzionale e vincoli normativi è necessario introdurre le funzioni di perdita multiperiodali (8) e (9). In caso di negoziato istituzionale, la perdita attesa per le AF è pari a:

$$(A6) \quad \begin{aligned} & L^F(\text{BlissAM}) + \delta L^F(\text{BlissAF}) + \delta^2 L^F(\text{BlissAM}) + \dots \\ & = \frac{1}{1-\delta^2} [L^F(\text{BlissAM}) + \delta L^F(\text{BlissAF})] \end{aligned}$$

ossia a:

$$(A7) \quad \frac{1}{1-\delta^2} \left[\frac{1}{2} \delta \left(\beta k^2 \frac{(1+\beta)^2}{1+2\beta} + \frac{\beta \sigma^2}{1+2\beta} \right) + \frac{1}{2} \left(\beta k^2 \frac{1+\beta^2+4\beta}{1+2\beta} + \frac{\beta \sigma^2}{1+2\beta} \right) \right]$$

Nel caso, invece, dell'imposizione di un vincolo al *surplus* fiscale, la perdita attesa per le AF è pari a:

$$(A8) \quad \frac{1}{1-\delta} L^F(\text{vincolo}) = \frac{1}{1-\delta} \frac{1}{2} \left[\beta k^2 + t_0^2 + \frac{\beta \sigma^2}{1+\beta} \right]$$

Il confronto della (A7) con la (A8) permette di concludere che se la varianza degli *shock* è elevata, ossia per valori di $\sigma^2 > \frac{\delta^c \beta (1+\beta) + \beta^2 + 3\beta + 2}{1+\delta^c} k^2$, forme di “negoziato istituzionale” convengono sempre rispetto alla fissazione di un vincolo. Se, invece, la varianza degli *shock* è bassa, il risultato è incerto. Per valori del vincolo vicini al pareggio di bilancio, ossia per valori di t_0 appartenenti al seguente intervallo:

$$(A9) \quad t_0 \in \left(\pm \beta \sqrt{\frac{(\delta^c \beta^2 + \delta^c \beta + \beta^2 + 3\beta + 2) k^2 - (1+\delta^c) \sigma^2}{(1+3\beta+2\beta^2)(1+\delta^c)}} \right)$$

il ricorso a un vincolo assicura un benessere maggiore. Per valori del vincolo appartenenti all'intervallo indicato, anche alle AM il *commitment* assicura una perdita inferiore rispetto all'equilibrio cooperativo.

