

# Unione Monetaria Europea: una guida vetero-keynesiana ai problemi

THOMAS I. PALLEY

## 1. Introduzione

In questo periodo i paesi della Comunità Economica Europea (CEE) stanno decidendo se costituire un'Unione Monetaria Europea (UME) nella quale tutti i paesi utilizzino una valuta comune. Al momento sembra che l'UME faccia progressi. Tuttavia, in molti paesi (in modo particolare il Regno Unito) vi sono ancora dubbi, in merito all'UME e alla capacità dei governi di soddisfare i requisiti fiscali che si sono autoimposti con il trattato di Maastricht. Per tali ragioni l'UME rimane una questione politica ancora aperta.

L'UME ha implicazioni politiche ed economiche. Le prime riguardano il consolidamento dell'identità europea e il rafforzamento dei legami politici tra i paesi membri della Comunità Europea. Su questo aspetto il presente articolo non offre alcun contributo. Esso si concentra invece esclusivamente sulle questioni economiche sollevate dall'UME. Il calcolo costi-benefici dell'appartenenza all'UME è imperniato su aspetti riguardanti:

- 1) l'"efficacia" di una politica monetaria sovrana;
- 2) la "fattibilità" di una politica monetaria sovrana;
- 3) il valore dei tassi di cambio come strumento di aggiustamento macroeconomico;
- 4) la misura in cui i sistemi economici dell'UME costituiscono un'area valutaria ottima, e

---

□ American Federation of Labor and Congress of Industrial Organization, Public Policy Department, Washington (USA).

5) il "piano istituzionale" che ispirerà le politiche, le procedure e le regolamentazioni dell'eventuale Banca Centrale Europea (BCE).

Questo articolo esamina tali questioni in una prospettiva vetero-keynesiana, valutando inoltre il disegno istituzionale dell'eventuale BCE.<sup>1</sup>

## 2. Alcuni importanti preliminari

Una distinzione importante è quella tra la CEE e l'UME. La CEE è una comunità economica unificata che costituisce una zona di libero scambio nella quale vi è movimento illimitato di beni e lavoratori. Vi è anche movimento illimitato di capitali finanziari, sebbene ciò sia qualcosa che i paesi possono voler riesaminare qualora l'Unione Monetaria sia ritenuta inappropriata. L'UME rappresenta un'unione monetaria nella quale i paesi adotteranno una valuta comune, e nella quale un'unica banca centrale europea sostituirà le banche centrali nazionali esistenti e sarà responsabile della politica monetaria.

L'implicazione importante è che i benefici del libero scambio provengono dalla CEE, e sono indipendenti dall'UME. Pertanto, i due non dovrebbero essere messi assieme, e la decisione di non partecipare all'UME non implica una mancata partecipazione alla CEE. I benefici della CEE saranno sostanzialmente realizzati con o senza l'UME; quest'ultima accresce marginalmente tali benefici nella misura in cui l'eliminazione delle valute nazionali riduce i costi di transazione del commercio intra-CEE.

Le difficoltà tecniche connesse alla valutazione dei costi e dei benefici dell'Unione Monetaria sono aggravate dal fatto che esse dipendono dal punto di vista teorico adottato. La teoria economica appare divisa sulla questione se le autorità monetarie possano sistematicamente incidere sui risultati economici, e ciò influisce notevolmen-

<sup>1</sup> Bean (1992) fornisce un breve ed eccellente studio del problema, sebbene da un punto di vista prevalentemente neoclassico, e senza riferimento a questioni di economia delle istituzioni. De Grauwe (1994) offre uno studio più completo che tratta sia la letteratura teorica sia quella empirica. Tuttavia, anche qui non vi sono riferimenti a questioni di economia istituzionale, e la dicotomia tra teoria keynesiana e nuovo-classica è sfumata.

te sui costi e sui benefici della rinuncia alla possibilità di condurre una politica monetaria sovrana. Oltre a tale questione teorica, vi sono problemi di valutazione dell'UME e degli interessi economici nazionali. Ciò perché i sistemi economici sono costituiti da gruppi differenti che hanno differenti interessi, e le politiche benefiche per un gruppo possono essere dannose per un altro. Questa considerazione si applica pienamente alla questione dell'UME, in quanto il suo disegno istituzionale può avvantaggiare il capitale rispetto al lavoro o viceversa. Vi è stata la tendenza a sopprimere tale problematica grazie all'assunzione di un interesse economico nazionale unificato.

## 3. L'efficacia della politica monetaria sovrana: prima questione

Al centro del dibattito sull'UME è la questione se la politica monetaria può influenzare sistematicamente l'attività economica reale. Nella teoria economica keynesiana, la politica monetaria può incidere sistematicamente sia sul "livello" sia sulla "variabilità" dell'attività economica (Poole 1970). Nella teoria nuovo-classica la politica monetaria non ha alcun effetto sistematico sul livello della politica economica, ma può influenzarne la variabilità (Friedman 1990).

Tale differenza può essere interpretata in prospettiva come una differenza nell'inclinazione della curva di Phillips di lungo periodo. La curva di Phillips indica la relazione tra inflazione e tasso di disoccupazione. La teoria keynesiana sostiene che la curva di Phillips è inclinata negativamente (Tobin 1972 e Palley 1974); la teoria nuovo-classica sostiene che la relazione è verticale.

Se la curva di Phillips è inclinata negativamente, i governi possono utilizzare la politica monetaria per ridurre il tasso di disoccupazione, sia pure al costo di una maggiore inflazione. Se la curva di Phillips è verticale, la politica monetaria non può ridurre in modo permanente la disoccupazione; al contrario, ogni tentativo di utilizzare una politica monetaria sistematica per espandere l'economia produrrà solo un'inflazione più elevata. Tale differenza è cruciale nella valutazione dei costi di partecipazione all'UME. Se prevale l'ottica keynesiana, vi sono costi potenzialmente significativi nel rinunciare a una politica monetaria sovrana; la misura di tali costi dipende dalle politiche seguite dalla BCE. Se invece prevale l'ottica nuovo-classica,

FIGURA 1

EFFETTO DELL'UME CON UNA BCE CONTROLLATA DALLA BUNDESBANK  
IN UN MONDO CON UNA CURVA DI PHILLIPS INCLINATA NEGATIVAMENTE

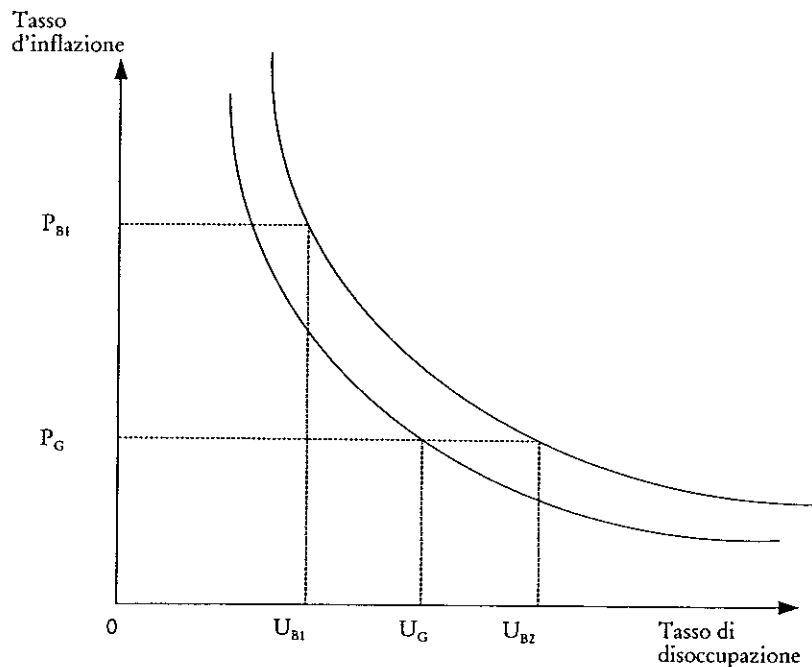
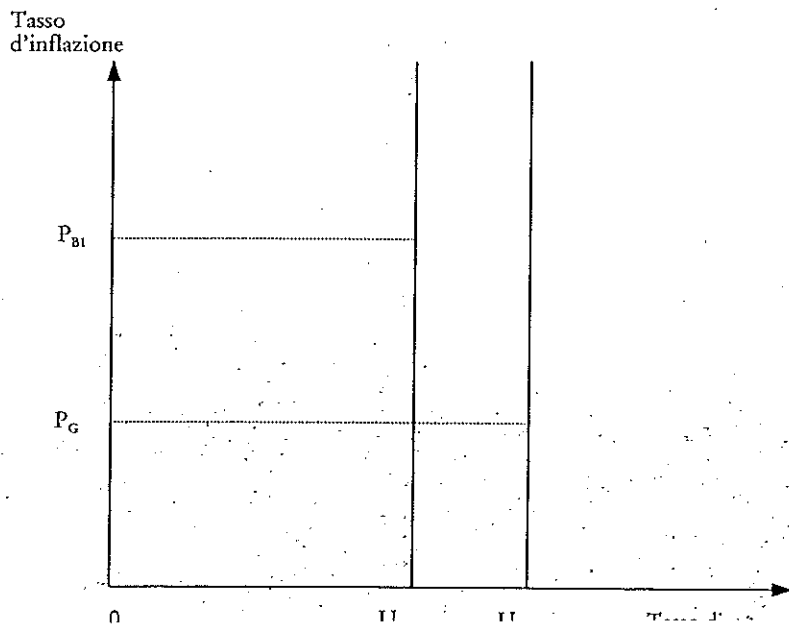


FIGURA 2

EFFETTO DELL'UME CON UNA BCE CONTROLLATA DALLA BUNDESBANK  
IN UN MONDO CON UNA CURVA DI PHILLIPS VERTICALE



o se la curva di Phillips è molto ripida, i costi dell'UME sono bassi perché avere una politica monetaria sovrana indipendente arrega scarsi benefici.

La logica di tali conclusioni è illustrata nelle figure 1 e 2. La figura 1 mostra il caso keynesiano. Vi sono due curve di Phillips; la più bassa si applica all'economia tedesca, mentre quella più alta si applica all'economia britannica. Prima dell'UME, l'economia britannica ha inflazione pari a  $P_{B1}$  e disoccupazione pari a  $U_{B1}$ ; l'economia tedesca ha inflazione pari a  $P_G$  e disoccupazione pari a  $U_G$ . Se dopo l'UME i tedeschi controlleranno la nuova BCE, e manterranno la loro attuale politica, allora l'economia britannica sperimenterà una maggiore disoccupazione, pari a  $U_{B2}$ , e una inflazione più ridotta, pari al tasso tedesco  $P_G$ . La figura 2 mostra il caso nuovo-classico. Inizialmente, la Gran Bretagna ha inflazione pari a  $P_{B1}$  e disoccupazione pari a  $U_B$ , mentre la Germania ha inflazione  $P_G$  e disoccupazione  $U_G$ . L'unico cambiamento successivo all'UME è che il tasso d'inflazione britannico si riduce fino a coincidere con quello tedesco. Tali diagrammi evidenziano la fondamentale importanza delle visioni contrastanti sulla curva di Phillips. Da una prospettiva keynesiana, vale la pena di avere una politica monetaria sovrana, e gli effetti dell'UME dipendono da chi controlla la BCE. Da una prospettiva nuovo-classica, la politica monetaria sovrana non può ridurre la disoccupazione, e la BCE incide solo sul tasso d'inflazione.

#### 4. La fattibilità della politica monetaria sovrana: seconda questione

La rinuncia a una politica monetaria sovrana rappresenta per l'UME un costo potenzialmente elevato. Vi è tuttavia la tesi secondo cui la conduzione di una politica monetaria sovrana risulta non più "fattibile" a causa della globalizzazione dei mercati finanziari. La tesi è che i mercati finanziari globalizzati permettono al capitale finanziario di porre un veto a politiche che non apprezzano tramite i suoi movimenti. In effetti, i flussi di moneta "calda" servono a disciplinare le politiche economiche nazionali.

Per l'economia britannica tale tesi è convalidata dalle crisi ricorrenti della sterlina che ne hanno vincolato la politica economica. Analogamente questo vale per il franco e la politica economica

francese. Appena i governi hanno tentato di espandere l'attività economica abbassando i tassi d'interesse, la moneta "calda" è defluita in cerca di tassi d'interesse più elevati e per evitare ogni minaccia prevista d'inflazione. Questa fuga di capitali esercita una pressione verso il basso sul tasso di cambio, forzando quindi i governi a invertire le loro politiche espansionistiche. In regime di tassi di cambio fissi, il governo è costretto ad acquistare la propria valuta per impedire la caduta del tasso di cambio. Ciò riduce l'offerta interna di moneta e accresce i tassi d'interesse interni, invertendo in tal modo l'iniziale spinta della politica espansionistica. In regime di tassi di cambio flessibili non vi è alcun obbligo a intervenire. Tuttavia, nella maggior parte dei paesi europei le importazioni costituiscono un'alta percentuale del Pil, sicché i governi sono costretti *de facto* a proteggere il tasso di cambio per prevenire il sorgere di inflazione da costi importata.

Negli ultimi anni la capacità del capitale finanziario di esercitare un veto politico è aumentata. I perfezionamenti tecnologici nella comunicazione elettronica hanno ridotto i costi di transazione e hanno contribuito alla globalizzazione dei mercati finanziari. Tale tendenza probabilmente continuerà. Inoltre, la politica economica ha accresciuto il potere del capitale finanziario attraverso l'abolizione dei controlli sui flussi di capitale. I governi conservatori hanno sospeso i controlli sul capitale britannico nel 1979, mentre i governi francese e italiano hanno abolito i controlli sui movimenti di capitale sul finire degli anni '80.

L'aumento della mobilità del capitale non solo ha ridotto la capacità di condurre una politica monetaria sovrana, ma può anche aver contribuito a uno spostamento verso l'alto dei tassi d'interesse. La logica è quella del dilemma del prigioniero. I singoli governi nazionali, temendo l'eventualità di una crisi del tasso di cambio, sono stati tentati di mantenere i propri tassi di poco al di sopra di quelli mondiali. Quando ogni governo agisce in questo modo, il livello generale dei tassi mondiali è spinto in alto. L'aumentata mobilità dei capitali ha dunque conferito alla politica monetaria globale una tendenza a essere restrittiva.

Se il veto del capitale finanziario è diventato un fatto permanente nella vita economica, e il ripristino di un sistema di controlli sul capitale non è né possibile né sufficiente a causa dell'estensione della globalizzazione, una politica monetaria sovrana non è più fattibile. In tali condizioni, la rinuncia alla politica monetaria sovrana ha un costo

ridotto, e ciò favorirebbe la partecipazione all'UME. In effetti, se la BCE può essere progettata in modo da anteporre la disoccupazione all'inflazione, in questa nuova era di mercati finanziari globalizzati l'UME potrebbe essere vantaggiosa.

## 5. La vita nell'UME: quali sono le conseguenze?

L'eliminazione dei tassi di cambio nazionali e l'istituzione di una moneta comune costituiscono un secondo ordine di problemi. Anche qui abbiamo costi e benefici.

### 5.1. La vita senza tassi di cambio

In quanto parte di un'area a valuta comune, i sistemi economici nazionali assumeranno una posizione simile a quella dei singoli stati dell'economia statunitense. Tali stati possono essere in deficit o in surplus di bilancia dei pagamenti nei confronti degli altri stati, ma ciò non crea problemi, in quanto tutti utilizzano una valuta comune. L'unico effetto (mai registrato ufficialmente) è che i residenti degli stati in deficit vedono ridursi le loro attività o aumentare le passività verso i residenti degli stati in surplus. Una situazione analoga si verificherebbe nei paesi membri dell'UME.

Tuttavia, l'eliminazione dei tassi di cambio comporta la perdita di un importante strumento di aggiustamento economico interno. Un paese può sperimentare disoccupazione perché il suo livello dei prezzi è troppo elevato in rapporto a quello di altri paesi. Di conseguenza le sue industrie non sono competitive, e il ripristino della piena occupazione richiede la riduzione del suo livello di prezzi relativi.<sup>2</sup> È possibile ottenere tale riduzione con una deflazione dei prezzi interni,

<sup>2</sup> Esattamente gli stessi problemi si verificano nei singoli stati statunitensi. Durante gli anni '80 l'economia statunitense fu soggetta a una serie di gravi recessioni regionali periodiche, che ebbero inizio con la fascia agricola nel 1981-82, per spostarsi poi alla fascia petrolifera nel 1986 e terminare nella California e nel nord-est nel 1989. L'aggiustamento regionale avrebbe potuto essere più veloce se le regioni avessero avuto monete proprie che le avessero messe in grado di svalutare i propri tassi di cambio e di intraprendere una politica monetaria indipendente. Molti aggiustamenti vennero invece attuati attraverso la migrazione della forza lavoro.

ma questa manovra è di difficile realizzazione perché i salari tendono a essere rigidi verso il basso.<sup>3</sup> Inoltre, le riduzioni di prezzi e salari nominali possono spingere l'economia in una spirale debito-deflazione accrescendo il peso degli oneri del servizio sul debito esistente (Caskey e Fazzari 1987). Un'alternativa alla deflazione dei prezzi interni è la svalutazione del tasso di cambio. Invece di procedere attraverso il controverso e instabile processo di deflazione, i prezzi relativi internazionali possono essere aggiustati con una svalutazione del tasso di cambio. Ciò riduce immediatamente i prezzi relativi, rendendo in tal modo più competitivi i beni prodotti all'interno e meno competitive le importazioni.

Quanto è valido tale strumento di aggiustamento? Ancora una volta ciò dipende dalla prospettiva teorica. Un'ottica keynesiana sostiene che le economie possono sopportare prolungati periodi di elevata disoccupazione, e che la deflazione di prezzi e salari nominali è di difficile attuazione. L'esempio classico proposto dai keynesiani è l'esperienza britannica degli anni '20, quando Churchill riportò la sterlina nel gold standard a un tasso sopravvalutato. Il risultato fu la perdita di competitività internazionale, e un decennio di elevata disoccupazione. A fronte di ciò, i nuovi-classici sostengono che i prezzi e i salari nominali sono relativamente flessibili, sicché l'aggiustamento dei prezzi relativi è facilmente realizzabile attraverso la deflazione. Di conseguenza i sistemi economici gravitano rapidamente verso il pieno impiego, non è necessario un aggiustamento del tasso di cambio, e la partecipazione all'UME non causa perdite in quanto l'aggiustamento del tasso di cambio è ridondante.

Un'altra tesi è che l'aggiustamento del tasso di cambio è inefficace perché genera inflazione interna. Se un paese è un notevole importatore di materie prime e fa affidamento su beni di consumo importati, la svalutazione accrescerà i costi di produzione e indurrà a un'inflazione salariale per salvaguardare gli standard di vita. Ciò limiterebbe i vantaggi della svalutazione. Tuttavia, se le imprese non sono in grado di traslare appieno i maggiori costi, o se i lavoratori non riescono ad aumentare i salari nella stessa misura dei prezzi all'impor-

<sup>3</sup> L'economia dei salari rigidi verso il basso è studiata in Palley (1990). La logica è che i lavoratori debbano tutelarsi da uno sfruttamento opportunistico da parte delle imprese; di conseguenza, essi sono contrari a riduzioni salariali richieste nell'ambito del rapporto di lavoro, ma sono favorevoli ad accettare riduzioni del salario relativo determinate dall'esterno del rapporto di lavoro attraverso un più elevato livello generale dei prezzi e maggiori salari nelle altre industrie.

tazione, l'aggiustamento del tasso di cambio può ancora migliorare la competitività.

Un'ultima argomentazione contro la necessità dell'aggiustamento del tasso di cambio è che i paesi dell'eventuale UME costituiscono un'area valutaria ottima (Mundell 1961 e McKinnon 1963). Un'area valutaria ottima è una zona nella quale diversi paesi sono soggetti a modelli simili (per tipo, grandezza e sincronizzazione) di shock economici. Di conseguenza i paesi di un'area valutaria ottima condividono lo stesso ciclo economico. Ciò significa che i prezzi relativi tra tali paesi sono costanti, perché i prezzi di ogni paese aumentano e diminuiscono allo stesso tempo e allo stesso ritmo; pertanto non è necessario alcun aggiustamento dei prezzi relativi e ancora una volta il tasso di cambio è ridondante. Tuttavia, l'evidenza empirica (Bayoumi ed Eichengreen 1994) suggerisce che l'eventuale UME non è un'area valutaria ottima, sebbene lo possa essere un sottoinsieme di paesi formato dalla Germania, dai paesi del Benelux, dalla Francia e dalla Danimarca.

## 5.2. Politiche fiscali ottimali e signoraggio

Con la rinuncia alla politica monetaria sovrana, i paesi perderanno la facoltà di scegliere il proprio tasso d'inflazione. Ciò ha importanti conseguenze in tema di politica fiscale, in quanto l'inflazione genera ricavi da signoraggio. I governi traggono beneficio dall'inflazione perché questa erode il valore della moneta detenuta dal pubblico, che deve poi procurarsi saldi monetari addizionali dal governo in cambio di beni e servizi.

Il signoraggio rappresenta un'importante fonte di ricavi per molti governi, soprattutto nei paesi dell'UME meno sviluppati.<sup>4</sup> Inoltre, il loro affidamento sul signoraggio soddisfa i principi di tassazione ottimale poiché tali paesi presentano alti costi di raccolta fiscale, mentre il costo di raccolta del signoraggio è nullo e la domanda di moneta è rigida rispetto all'inflazione.

La formazione dell'UME non significa la fine del signoraggio, ma significa che il signoraggio sarà raccolto a un tasso comune fissato dalla BCE. Di conseguenza, alcuni paesi registreranno una raccolta di

<sup>4</sup> Si veda De Grauwe (1994, p. 27).

signoraggio inferiore al loro tasso ottimo, e dovranno trovare altre fonti di ricavi, accettare maggiori deficit, o tagliare la spesa pubblica. In ogni caso, la fine delle scelte nazionali dell'inflazione e del signoraggio può comportare distorsioni fiscali inefficienti.

### 5.3. *I capitali potranno ancora porre un veto alle politiche economiche?*

Il vantaggio principale dell'UME è che offre la possibilità di limitare il veto del capitale finanziario sulla politica economica. I singoli governi non saranno più soggetti alla minaccia di una crisi del tasso di cambio qualora tentino di perseguire politiche economiche espansionistiche. Tuttavia la stessa circostanza fa sì che i governi saranno in grado di perseguire tali politiche solo attraverso la politica fiscale, poiché aderendo all'UME avranno abbandonato il controllo sulla politica monetaria. Vi sono poi due pericoli ulteriori. In primo luogo, il capitale finanziario può ancora riuscire a disciplinare i governi attraverso il mercato dei titoli. Nel caso in cui il capitale finanziario non apprezzi l'impostazione della politica fiscale nazionale, si potrebbe verificare una svendita di titoli pubblici e uno spostamento verso titoli di altri paesi. Ciò farebbe salire il costo di raccolta dei prestiti del governo, imponendo in tal modo un cambiamento nella politica fiscale. In secondo luogo, la politica fiscale potrebbe risultare inefficace nel caso in cui la BCE intraprenda una politica monetaria restrittiva. In tal caso, la mano destra (la politica fiscale) potrebbe trovarsi a operare contro la sinistra (la politica monetaria della BCE). Ciò indica l'importanza cruciale di assicurare che la nuova BCE persegua politiche espansionistiche appropriate. Infine, sebbene l'UME istituisca una nuova valuta comune, tale valuta potrebbe essere soggetta ad attacchi speculativi. Il sistema economico dell'UME avrà dimensioni simili a quelle degli Stati Uniti: proprio come il dollaro statunitense è soggetto a periodi di attacchi speculativi, così lo sarebbe anche l'eventuale moneta europea. Pertanto il capitale finanziario può conservare il potere di disciplinare la BCE qualora non ne apprezzi le scelte in campo monetario. Pur se non rilevante come quello attuale nei confronti delle monete dei singoli paesi, tale potere rimarrà reale. Ciò suggerisce che nell'UME vi potrebbe essere ancora un ruolo per i controlli sui movimenti di capitale (del quale si dirà più oltre).

## 6. La Banca Centrale Europea: indipendenza o controllo politico

Una variabile cruciale nella valutazione dei costi e dei benefici dell'UME è l'eventuale BCE, che rileverà dalle banche centrali nazionali il controllo della politica monetaria. Le conseguenze di tale mutamento dipendono in misura rilevante da *i)* come si giudica l'importanza della politica monetaria e da *ii)* come sarà impostata la politica monetaria all'interno della BCE. La risposta alla prima domanda dipende ampiamente dal fatto se la curva di Phillips è inclinata negativamente o è verticale. La risposta alla seconda domanda solleva importanti questioni di economia delle istituzioni che sono state ignorate nella letteratura esistente sull'UME.

### 6.1. *L'economia politica dell'attività di banca centrale*<sup>5</sup>

Vi è stato un consenso crescente tra i nuovo-classici sul fatto che le banche centrali dovrebbero essere indipendenti dai politici, e ora si sta applicando tale argomentazione alla BCE. La ragione è che la curva di Phillips è verticale, e ciò significa che la politica monetaria non può ridurre sistematicamente la disoccupazione. Nonostante ciò, i governi possono aumentare l'offerta di moneta e causare un'inflazione a sorpresa per aumentare temporaneamente l'attività economica. Di conseguenza il pubblico si aspetta un'inflazione più elevata, e questo porta a un equilibrio nel quale la disoccupazione è immutata ma l'inflazione è più alta. Ciò è subottimale, e richiede di sottrarre la banca centrale dalle mani del governo rendendola indipendente.<sup>6</sup>

A parte la fiducia nella controversa assunzione di una curva di Phillips verticale, la teoria dell'indipendenza della banca centrale si fonda anche su una discutibile costruzione di economia delle istituzioni. La vecchia economia politica keynesiana adottava il costrutto idealizzato di un politico benevolo che agiva nell'interesse pubblico. Ciò si riflette nell'assunzione keynesiana di una ben definita funzione

<sup>5</sup> Questa sezione si basa in parte su Palley (1996).

<sup>6</sup> La logica economica formale (Barro e Gordon 1983) è che la banca centrale si impegna in una politica monetaria strategica, e utilizza le sorprese monetarie come mezzo per aumentare il prodotto. Di conseguenza il pubblico anticipa le tendenze inflazionistiche della banca centrale, che si risolvono in un risultato subottimale con un'inflazione più elevata di quanto una politica di *first best* avrebbe stabilito.

di benessere sociale al fine di determinare la politica ottimale. Tale assunzione nega le dimensioni conflittuali dell'attività economica e delle scelte di politica economica.

La macroeconomia nuovo-classica critica la descrizione keynesiana della politica economica. Tuttavia, piuttosto che rimediare all'assenza di conflitto, i nuovo-classici adottano un approccio antigovernativo. Continua a esservi un interesse nazionale universalmente condiviso, ma il perseguimento di tale interesse nazionale è frustrato dal governo che segue un suo interesse privato: è quindi necessaria una banca centrale indipendente.

Tale caratterizzazione del governo ha una lunga storia nella professione dell'economia. Nell'era moderna, Milton Friedman ha sostenuto che la Federal Reserve generò la Grande Depressione degli anni '30, e che le politiche di stabilizzazione macroeconomica non sono praticabili a causa di ritardi nella loro attuazione. Questa critica monetarista si concentra sulla tendenza del governo a creare instabilità macroeconomica. La critica nuovo-classica al governo verte sulla teoria del fallimento burocratico e statale.<sup>7</sup> Tale teoria fu utilizzata inizialmente come una replica alle argomentazioni a favore di un intervento statale volto a correggere i fallimenti di mercato connessi alle esternalità e alla fornitura di beni pubblici. Sebbene il mercato tenda al sovrautilizzo dell'ambiente e a una fornitura di beni pubblici inferiore a quanto sarebbe opportuno, i rimedi promossi dal governo risultano peggiori del male in quanto la burocrazia opera secondo il proprio interesse privato piuttosto che nell'interesse nazionale. I burocrati possono anche essere subordinati a interessi particolari (tramite le pratiche lobbistiche), sacrificando ancora una volta gli interessi nazionali. In entrambi i casi, l'implicazione è che il rimedio dell'intervento statale può rivelarsi peggiore del male.

Mentre i monetaristi hanno messo in dubbio "la capacità e il giudizio" del governo di condurre la politica economica, i nuovo-classici dubitano delle "motivazioni" del governo. L'assunzione centrale del nuovo paradigma è l'esistenza di uno spartiacque tra "noi" e il "governo". L'economia politica nuovo-classica scarta la nozione di un politico benevolo, e la sostituisce con una teoria economica del comportamento delle istituzioni che conserva la nozione di un unico interesse pubblico ma introduce quella di un governo guidato dal proprio interesse.

<sup>7</sup> Si vedano Tullock (1965) e Niskanen (1971).

Una teoria alternativa è quella in cui non solo non compare alcun politico benevolo, ma non vi è neppure un unico interesse pubblico. Al contrario, l'economia è guidata da vari interessi, la più chiara manifestazione dei quali è il conflitto tra capitale e lavoro nella distribuzione del reddito. Tale conflitto si rivela nel processo politico attraverso l'esistenza di partiti che lottano per il controllo della politica, e i risultati in termini politici riflettono in primo luogo le preferenze del gruppo che ha il dominio politico.

Applicata alla questione della BCE, questa descrizione della gestione della politica economica ha importanti conseguenze. Anche se la curva di Phillips è verticale e una politica monetaria sistematica non può incidere sulla disoccupazione, l'indipendenza della banca centrale non risolve alcunché. Al contrario, essa istituzionalizzerà la "predisposizione deflazionistica". L'argomentazione nuovo-classica contro le banche centrali controllate democraticamente è che esse attuerebbero una cattiva gestione della politica monetaria per favorire i propri interessi burocratici, portando così a un'inflazione eccessiva. Chi caldeggia l'indipendenza della banca centrale sostiene che risolverebbe un problema di incentivo burocratico. Tuttavia, questa tesi appare non esatta perché una banca centrale indipendente avrebbe ancora un potere discrezionale sulla politica monetaria, e continuerebbe a essere guidata dalle preferenze dei suoi massimi dirigenti,<sup>8</sup> che a loro volta saranno guidati dai loro interessi personali. Pertanto la creazione di una banca centrale indipendente sostituisce semplicemente un problema di incentivo con un altro. In generale, i governatori delle banche centrali tendono a provenire dai ranghi dei banchieri privati, e quindi rappresentano interessi finanziari che considerano l'inflazione come un male e preferiscono dare alla politica un taglio deflazionistico. Il riconoscimento dell'indipendenza alla banca centrale istituzionalizza tale predisposizione nella gestione della politica monetaria.

La tesi contraria alle banche centrali indipendenti è rafforzata se si rimuove l'assunzione di una curva di Phillips verticale. In tal caso, la politica monetaria incide sull'attività economica e sulla disoccupazione. Una banca centrale indipendente avrebbe una propensione alla politica deflazionistica per favorire gli interessi finanziari rappresentati dai banchieri, e ciò si risolverebbe in un tasso di disoccupazione più

<sup>8</sup> Un modello matematico che dimostra formalmente la falsità dell'idea nuovo-classica è presentato in Palley (1996).

elevato. Negli ultimi venticinque anni vi è stato uno spostamento verso una politica deflazionistica. Tale spostamento è visibile nei più elevati tassi medi di disoccupazione che ne sono derivati, e nelle attuali richieste di "inflazione nulla". Lo spostamento deflazionistico si è verificato in un momento in cui la maggior parte delle banche centrali europee sono ancora sotto il controllo dei governi nazionali, e si rafforzerà qualora si assicuri l'indipendenza alla BCE.

## 7. Conclusione: dalla teoria alla politica

Le questioni cruciali sollevate dall'UME sono:

- 1) le curve di Phillips nazionali sono verticali?
- 2) Data la globalizzazione dei mercati finanziari, è fattibile una politica monetaria sovrana?
- 3) I prezzi e i salari sono così flessibili da permettere rapidi aggiustamenti in caso di shock economici?
- 4) L'eventuale BCE è un'area valutaria ottima?

### 7.1. Primo caso: le ragioni dell'opinione contraria all'UME

Qualora la politica monetaria sovrana sia efficace e fattibile, i prezzi e i salari siano rigidi, e i paesi dell'UME non costituiscano un'area valutaria ottima, per tali paesi sarebbe conveniente conservare le proprie valute nazionali. Il problema principale che le autorità monetarie nazionali si trovano ad affrontare è la globalizzazione dei mercati finanziari e l'aumento della mobilità internazionale del capitale che ha indebolito la capacità di condurre una politica monetaria efficace. Le politiche che possono aiutare a ristabilire la fattibilità della politica monetaria prevedono:

- 1) il ripristino dei controlli nazionali sulla mobilità del capitale;
- 2) l'imposizione dei controlli sui flussi di capitali tra la Comunità Europea e il resto del mondo, lasciando invece completa libertà ai flussi interni alla Comunità Europea;

3) l'imposizione del requisito secondo cui tutti gli afflussi di moneta "calda" siano bloccati nel paese d'arrivo per un periodo minimo, ad esempio 3 mesi;

4) l'imposizione di una tassa di transazione alla Tobin (1978). Tale tassa, pari ad esempio a un ottavo di punto percentuale del valore della transazione, sarebbe imposta su ogni transazione valutaria. I problemi vertono sul fatto che la tassa deve essere imposta globalmente, altrimenti la localizzazione degli affari si limiterà a spostarsi verso i paesi senza tassa. Di conseguenza, i paesi che impongono la tassa perderebbero affari nel settore finanziario, senza ridurre la speculazione. Inoltre, la tassa non distingue tra scambi speculativi e scambi *bona fide* nel commercio finanziario internazionale;

5) l'imposizione della richiesta che tutte le vendite allo scoperto di moneta da parte di singoli soggetti e società nazionali siano accompagnate da un deposito senza interessi presso la banca centrale pari al 50% della vendite allo scoperto.<sup>9</sup> Tale regolamentazione si applicherebbe alle sussidiarie straniere presenti nel paese, e alle sussidiarie e affiliate di società nazionali presenti all'estero. Vi sono buone ragioni per credere che la maggior parte delle vendite allo scoperto di moneta nazionale derivi da connazionali all'interno del paese. Infatti i loro flussi di reddito sono denominati nella valuta nazionale, e pertanto il loro rischio è notevolmente ridotto.

Ognuna di queste politiche aiuterebbe a limitare l'estensione dei flussi speculativi di moneta calda, e a ripristinare le possibilità di sopravvivenza di una politica monetaria sovrana. Ognuna di esse dovrebbe anche essere perseguita congiuntamente agli accordi esistenti sul coordinamento delle politiche economiche tra i paesi del G-7.

### 7.2. Secondo caso: le ragioni dell'opinione favorevole all'UME

L'idea che la politica monetaria sovrana sia inefficace o non attuabile, i prezzi e i salari siano flessibili, e i paesi appartenenti all'UME costituiscano un'area valutaria approssimativamente ottimale sarebbe di supporto all'UME. Tuttavia, prima di considerare con-

<sup>9</sup> Tale proposta è contenuta in Eichengreen e Wyplosz (1993).



clusa l'argomentazione, occorre spiegare nei dettagli gli accordi istituzionali alla base della BCE. Questi riguardano il modo in cui sarà stabilita l'impostazione della politica monetaria della BCE, come sarà distribuito il signoraggio della BCE e come la BCE attuerà le operazioni sul mercato aperto.

1. *La politica monetaria della BCE.* Il grande pericolo dell'UME è la creazione di una banca centrale indipendente che conferisca una propensione deflazionistica alla politica monetaria. Per evitare tale risultato, ogni paese dovrebbe godere di eguali diritti nel sistema di guida della politica monetaria della BCE. I rappresentanti dei paesi dovrebbero essere nominati a discrezione dei loro rispettivi governi nazionali. Le decisioni sulla riduzione del tasso d'interesse della BCE dovrebbero essere prese a maggioranza semplice, mentre le decisioni sull'aumento dei tassi dovrebbero richiedere la maggioranza dei due terzi. Tali accordi darebbero luogo a una propensione espansionistica in contrasto con la propensione restrittiva che ha disastroso l'Europa negli ultimi vent'anni.

2. *La distribuzione del signoraggio della BCE.* Data la sottostante crescita del reddito reale e la bassa inflazione, si verificherà una crescita sostenuta nella domanda di passività (cioè di moneta) della BCE. Ciò solleva alcune questioni su come sarà distribuito il signoraggio derivante dall'emissione di tali passività. Una possibilità è che esso venga distribuito facendo riferimento alle singole percentuali nazionali del Pil europeo: ciò tenderebbe a favorire i paesi ricchi. Un'altra possibilità è che esso sia distribuito con riferimento alla percentuale di ogni paese sulla popolazione europea: ciò tenderebbe a favorire i paesi poveri. Quest'ultimo sistema aiuterebbe ad affrontare i persistenti squilibri regionali già presenti all'interno della Comunità Europea.

3. *La conduzione delle operazioni sul mercato aperto della BCE.* Nell'UME i governi che vorranno avere un bilancio in disavanzo venderanno titoli sui mercati dei capitali, in modo simile ai singoli governi statali negli Stati Uniti. Qualora la BCE voglia ridurre i tassi d'interesse, acquisterà titoli ed emetterà passività (ovvero creerà moneta); il contrario accadrà qualora voglia aumentare i tassi. Ciò solleva la questione di quali titoli nazionali la BCE acquisterà. Se tenta di massimizzare il reddito (per poi redistribuirlo ai governi nazionali), acquisterà i titoli con i rendimenti più elevati. Questo favorirebbe i

paesi dell'UME a basso reddito i cui titoli sono classificati come più rischiosi, e rappresenterebbe un potenziale vantaggio; tuttavia, sarebbero favoriti anche i paesi con politiche fiscali imprudenti, anch'esse riflesse in tassi di mercato più elevati, e ciò sarebbe un male.

Data questa difficoltà in merito alle operazioni sul mercato aperto, il Parlamento europeo può scegliere di adottare un parziale finanziamento in deficit della Commissione Europea attraverso la vendita di titoli della Comunità Europea, e di limitare legalmente la BCE allo scambio di tali titoli. Un simile finanziamento ridurrebbe i contributi dei governi nazionali al finanziamento della gestione della Comunità Europea. Tuttavia, non è chiaro se lo stock di titoli della Comunità Europea sarebbe sufficiente a permettere una conduzione efficace della politica monetaria della BCE.

4. *La mobilità dei capitali:* al pari della conduzione della politica monetaria sovrana, la politica monetaria della BCE sarà soggetta alla minaccia della volatilità dei capitali. Ciò suggerisce che nell'UME si erigano sin dall'avvio protezioni contro tali flussi, del tipo descritto in precedenza. La prosperità del periodo d'oro 1950-1973 era costruita sull'assenza di una diffusa mobilità internazionale del capitale, e ciò permise ai governi nazionali di perseguire una politica monetaria sovrana.<sup>10</sup> La creazione dell'UME offre uno spazio di opportunità per ricreare quelle condizioni. Di tale spazio di manovra si dovrebbe trarre vantaggio attraverso la creazione di istituzioni permanenti che permettano la mobilità di capitali all'interno dell'UME, ma che restringano la mobilità nei confronti del resto del mondo. Se i paesi dell'Europa orientale entrano a far parte della Comunità Europea e dell'UME, anch'essi dovrebbero condividere tale sistema.

### 7.3. Terzo caso: un'UME limitata

È possibile che una politica monetaria sovrana efficace non sia più fattibile nell'attuale situazione di mercati finanziari globalizzati, e che non sia possibile una ri-regolamentazione a causa delle condizioni politiche internazionali. Allo stesso tempo, può rivelarsi impossibile raggiungere accordi sull'istituzione di una BCE adeguatamente strut-

<sup>10</sup> L'importanza dei controlli sul capitale nel generare le precondizioni per un'efficace gestione economica interna nel periodo d'oro (1950-1973) è sottolineata in Pivetti (1993).

turata. In tal caso, la migliore politica può essere data da unioni monetarie più piccole. Ciascuna di tali unioni sarebbe soggetta alla soluzione degli stessi problemi sollevati nella sezione precedente. Unioni possibili comprendono i paesi del Benelux e la Germania, o il Regno Unito e l'Irlanda. Si tratta di unioni che i dati esistenti indicano come aree valutarie ottime. Possono risultare adeguate anche altre unioni. L'aspetto importante è che le unioni monetarie più piccole sono possibili, e questa possibilità dovrebbe essere valutata approfonditamente.

In ultima analisi, l'UME rappresenta uno sviluppo di proporzioni storiche, pari all'accordo di Bretton Woods del 1944. In effetti, l'UME può essere di importanza maggiore poiché comporta una chiusura forzata istituzionale: una volta dentro, i paesi troveranno costoso uscirne. Al contrario, Bretton Woods fu smantellata rapidamente nei primi anni '70. Per tali ragioni l'UME deve essere valutata guardando al lungo periodo. Le possibilità di sopravvivenza delle valute nazionali devono essere considerate in termini delle probabili tendenze future dei mercati internazionali dei capitali. La scelta se entrare o meno a far parte dell'UME dipende da una serie di valutazioni: se una politica monetaria sovrana efficace è fattibile ora e in futuro, se l'UME costituisce un'area valutaria ottima e se l'eventuale BCE avrà un adeguato disegno istituzionale. Se l'UME viene formata, dovrebbe essere istituita in modo da creare istituzioni che promuovano politiche espansionistiche e che diano la capacità di condurre una politica monetaria "europea sovrana". Se ciò non può essere compiuto, i paesi possono trovar conveniente conservare le proprie monete o formare unioni monetarie ridotte con altri paesi che condividano i loro orientamenti di politica economica.

## BIBLIOGRAFIA

- BARRO, R. e D. GORDON (1983), "A positive theory of monetary policy in a natural rate model", *Journal of Political Economy*, vol. 91, August, pp. 589-610.
- BAYOUMI, T. e B. EICHENGREEN (1994), "One money or many? Analyzing the prospects for monetary unification in various parts of the world", *Princeton Studies in International Finance*, no. 76, September.
- BEAN, C.R. (1992), "Economic and Monetary Union in Europe", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, Fall, pp. 31-52.
- CASKEY, J. e S. FAZZARI (1987), "Aggregate demand contractions with nominal debt commitments: is wage flexibility stabilizing?" *Economic Inquiry*, vol. 25, October, pp. 583-97.
- DE GRAUWE, P. (1994), *The Economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford.
- EICHENGREEN, B. e C. WYPLOSZ (1993), "The unstable EMS", relazione presentata al Brookings Panel on Economic Activity, aprile, dattiloscritto.
- FRIEDMAN, B.M. (1990), "Targets and instruments of monetary policy", in B.M. Friedman and F.H. Hahn eds, *Handbook of Monetary Economics*, vol. 2, North-Holland, Amsterdam.
- McKINNON, R. (1963), "Optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 53, September, pp. 717-25.
- MUNDELL, R. (1961), "A theory of optimum currency areas", *American Economic Review*, vol. 51, September, pp. 657-65.
- NISKANNEN, W. (1971), *Bureaucracy and Representative Government*, Aldine-Atherton, Chicago.
- PALLEY, T.I. (1990), "A theory of downward wage rigidity: job commitment costs, replacement costs, and tacit coordination", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 12, pp. 452-66.
- PALLEY, T.I. (1994), "Escalators and elevators: a Phillips curve for Keynesians", *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 96, pp. 117-23.
- PALLEY, T.I. (1996), "The institutionalization of deflationary policy bias", *Monnaie et Production*, vol. X di *Economies et Sociétés*, pp. 249-70.
- PIVETTI, M. (1993), "Bretton Woods, through the lens of state-of-the-art macrotheory and the European Monetary System", *Contributions to Political Economy*, vol. 12, pp. 99-110.
- POOLE, W. (1970), "Optimal choice of monetary policy instruments in a simple stochastic macro model", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, May, pp. 197-216.
- TOBIN, J. (1972), "Inflation and unemployment", *American Economic Review*, vol. 62, March, pp. 1-18.
- TOBIN, J. (1978), "A proposal for international monetary reform", *Eastern Economic Journal*, July-October, reprinted in J. Tobin, *Essays in Economics: Theory and Policy*, The MIT Press, Cambridge, Mass., 1982.
- TULLOCK, G. (1965), *The Politics of Bureaucracy*, Public Affairs Press, Washington.