

# Ancorare, fluttuare o abbandonare la nave: i regimi valutari dei paesi candidati all'Unione Europea \*

WILLEM H. BUITER e CLEMENS GRAFE

## 1. Introduzione

In questo saggio si discute quali possano essere i regimi valutari più appropriati per quei paesi dell'Europa orientale già a economia pianificata che attualmente sono candidati all'ingresso a pieno titolo nell'Unione Europea.<sup>1</sup> Tale indagine è condotta sia in riferimento al periodo immediatamente precedente sia a quello successivo all'ingresso nell'Unione Europea.

Il regime valutario è un fattore fondamentale della stabilità macroeconomica di un paese, che a sua volta determina in modo cruciale la presenza di condizioni favorevoli agli investimenti. Vi è quindi una certa complementarità fra la scelta di un regime valutario e il processo di convergenza dell'economia reale che rappresenta lo stadio finale dell'ingresso nell'Unione Europea. Un regime valutario appropriato, capace di favorire la stabilità macroeconomica, è una condizione re-

---

□ Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, Londra (Gran Bretagna), [ButierW@ebrd.com](mailto:ButierW@ebrd.com);

Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, Londra (Gran Bretagna), [GrafeC@ebrd.com](mailto:GrafeC@ebrd.com).

\* I punti di vista e le opinioni espressi dagli autori di questo saggio non rappresentano necessariamente quelli della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo. Questo saggio è una versione abbreviata del lavoro preparato per la conferenza tenutasi a Londra il 13-14 dicembre 2001 in occasione del decimo anniversario della fondazione della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo. Gli autori ringraziano Leszek Balcerowicz, Ron McKinnon, Zdenek Tuma e due anonimi *referees* per i loro commenti.

<sup>1</sup> Questi paesi sono la Bulgaria, la Repubblica Ceca, l'Estonia, l'Ungheria, la Lettonia, la Lituania, la Polonia, la Romania, la Repubblica Slovacca e la Slovenia.

cessaria, per quanto ovviamente non sufficiente, affinché i livelli di attività economica nei paesi candidati possano raggiungere valori simili a quelli dei paesi già membri dell'Unione Europea (UE).

Per quanto ulteriori rinvii siano certamente possibili, sembra ormai probabile che almeno otto dei dieci paesi candidati localizzati nella regione verso cui si rivolge l'attività della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BERS) diverranno membri dell'UE entro l'inizio del 2004, in tempo quindi per partecipare alle elezioni del Parlamento Europeo del giugno 2004. Attualmente non sono ancora stati chiusi tutti i capitoli dell'*acquis communautaire*, ma l'ostacolo principale all'ingresso di questi paesi potrebbe essere costituito dalla necessità di riforme interne all'UE. Riforme inadeguate delle istituzioni europee potrebbero poi rappresentare un ostacolo per quei paesi che dopo aver aderito all'UE volessero anche entrare rapidamente a far parte dell'UME. Questa difficoltà è connessa alla struttura dell'organo che all'interno della BCE è responsabile delle decisioni di politica monetaria: il Consiglio esecutivo. Attualmente questo consiglio è composto da 18 membri: sei membri del consiglio esecutivo e 12 governatori delle banche centrali nazionali, uno per ciascuno dei 12 paesi membri dell'UME. Dal punto di vista formale, nel processo decisionale tutti i 18 membri esercitano lo stesso peso. Per l'efficacia del processo stesso in termini di capacità di discussione e di deliberazione 18 membri sono già un numero troppo elevato; allargando la BCE fino a includere 10 nuovi membri l'attuale consiglio si trasformerebbe in un istituto ingestibile.<sup>2</sup>

L'ingresso nell'UE non implica un'immediata partecipazione all'UME o all'accordo sui tassi di cambio (ERM II). Infatti, per i paesi attualmente candidati non sarà possibile essere esentati dall'adesione all'UME, com'è avvenuto per il Regno Unito e la Danimarca. L'obbligo di aderire all'UME, una volta soddisfatti i criteri di Maastricht,<sup>3</sup> sarà parte dell'*acquis communautaire* che i paesi candidati do-

---

<sup>2</sup> Il gruppo di dieci sarebbe formato dagli otto paesi dell'Europa centrale e dell'area baltica già indicati a cui si devono aggiungere Cipro e Malta.

<sup>3</sup> A questo proposito può essere utile ricordare che i criteri fissati a Maastricht per la partecipazione all'UME sono i seguenti. Due criteri finanziari fissano come limite superiore per il deficit del bilancio pubblico dei singoli paesi un valore pari al 3% del Pil e per l'indebitamento complessivo un valore pari al 60% del Pil. Un criterio riferito al tasso di interesse stabilisce che i tassi nominali di lungo periodo (decennali) sul debito pubblico non debbano discostarsi di più del 2% rispetto alla media dei tre paesi in cui il tasso di inflazione è più basso. Un criterio riferito al tasso di inflazione

vranno accettare, ma se e quando i criteri di Maastricht saranno soddisfatti dipenderà in modo significativo dalla discrezionalità di questi stessi paesi. La Svezia, ad esempio, non gode di una deroga all'ingresso nell'UME, ma finora ha evitato l'obbligo di aderirvi scegliendo di non soddisfare i criteri relativi ai tassi di cambio fissati secondo l'interpretazione stabilita dalla BCE (e, fino a tempi recenti, dalla Commissione Europea): essere stati membri, per un periodo minimo di due anni, dell'Accordo sui tassi di cambio, presumibilmente nella variante ERM II.

Assumendo che l'adesione all'UME costituisca un obiettivo, si deve comunque ricordare che, se trascuriamo le implicazioni che l'andamento dei tassi di cambio può avere sulla convergenza delle grandezze reali, i criteri di Maastricht non impongono condizioni particolarmente restrittive sul tipo di regime valutario e monetario adottato nel periodo precedente l'adesione. In particolare sono ammessi regimi che prevedono per il tasso di cambio una banda di fluttuazione o zone obiettivo simmetriche che si collochino a una distanza massima del 15% rispetto alla parità centrale con l'euro, ma gli accordi di Maastricht senz'altro ammettono anche un tasso di cambio fisso nei confronti dell'euro o un *currency board*.<sup>4</sup>

Lo scopo di questo articolo è passare in rassegna le diverse opzioni fra cui possono scegliere i paesi che si preparano ad aderire all'UE tenendo conto delle implicazioni di ogni opzione in termini di convergenza dell'economia reale. La struttura del lavoro è la seguente. Nella prossima sezione si illustreranno i regimi monetari e valutari at-

---

prevede che esso non debba superare di più dell'1,5% la media dei tre paesi in cui questo tasso è più basso. Un criterio riferito al tasso di cambio prevede che esso debba mantenersi senza gravi tensioni nei margini normali di fluttuazione previsti dagli accordi del Sistema Monetario Europeo almeno per i due anni precedenti la valutazione (precedenti cioè la valutazione formale del rispetto dei criteri previsti per l'ingresso nell'UME da parte del paese candidato). In particolare, durante tale periodo, i paesi membri non dovranno avere svalutato di propria iniziativa. L'interpretazione dei criteri relativi al tasso di cambio adottata dalla BCE e, fino a tempi molto recenti, anche dalla Commissione Europea prevede che i paesi candidati prima di essere ammessi all'UME debbano aderire per un periodo di due anni a un accordo ERM II con bande di fluttuazioni di  $\pm 15\%$  attorno a una parità fissa centrale con l'euro. Inoltre deve essere rispettato il vincolo istituzionale dell'indipendenza della banca centrale.

<sup>4</sup> Ognuno di questi regimi potrebbe essere combinato con l'adozione dell'euro come valuta parallela (ovvero in concorrenza con la valuta nazionale). In tal caso l'euro avrebbe lo status di seconda valuta legale e introdurrebbe ulteriori elementi di disciplina monetaria; per una discussione più approfondita si veda Buiter e Grafe (2001a).

tualmente in vigore in questi paesi. Nella Sezione 3 si discuteranno i pro e i contro delle possibili varianti dell'opzione basata su tassi di cambio fissi, mentre la Sezione 4 svilupperà un'analisi critica dei regimi basati su tassi di cambio flessibili. Nella Sezione 5 si passerà in rassegna l'impatto di un apprezzamento dei tassi di cambio reali sui differenziali intersettoriali di crescita della produttività e le conseguenti implicazioni in relazione al soddisfacimento dei criteri per l'ingresso nell'UME relativi ai tassi di inflazione e ai tassi di cambio. La Sezione 6 conclude il lavoro proponendo un suggerimento pratico per migliorare l'efficienza delle procedure di ingresso nell'UE previste per i paesi candidati che riescono a soddisfare i criteri previsti. In sostanza, si propone che a ogni paese candidato sia consentito di *euroizzarsi* al più presto, non in modo unilaterale, ma a un tasso di cambio negoziato e concordato dagli organi responsabili dei paesi membri dell'UME e dei paesi candidati. Inoltre, i paesi candidati dovrebbero divenire membri dell'UME non appena possibile, preferibilmente nello stesso momento in cui entrano nell'UE. Inoltre, se alcune deroghe o concessioni rispetto ai criteri di Maastricht relativi al tasso di inflazione o al tasso di cambio dovessero risultare necessarie per anticipare l'ingresso di questi paesi, a nostro avviso dovrebbero essere accordate. Infatti, per esprimersi con parole semplici, a nostro avviso la sovranità monetaria nel caso di economie piccole e molto aperte ai flussi commerciali e finanziari internazionali – e questo è il caso dei paesi candidati – è un lusso particolarmente costoso e non necessario.

## **2. La situazione attuale**

Fra i dieci paesi candidati dell'Europa centrale e orientale, tre hanno messo in atto un *currency board* (la Bulgaria e l'Estonia collegato all'euro; la Lituania in origine collegato al dollaro, poi, dal 2 febbraio 2002, all'euro), la Lettonia segue un regime di cambi fissi di tipo tradizionale con la propria valuta agganciata ai DSP (Diritti Speciali di Prelievo), l'Ungheria ha scelto il sistema della fascia obiettivo con un tasso di cambio fisso nei confronti dell'euro e una banda di oscillazione di  $\pm 15\%$  abbinata a un obiettivo fissato in termini di tasso di inflazione. Gli altri cinque paesi hanno scelto un regime di fluttuazione regolata, che di per sé ammette ampie possibilità di scelta per quanto ri-

guarda la grandezza a cui in ultima analisi il sistema viene ancorato. Fra questi cinque paesi, la Repubblica Slovacca ha scelto come grandezza obiettivo un tasso di base (*core*) di inflazione, la Polonia e la Repubblica Ceca un tasso massimo di inflazione e la Slovenia il tasso di crescita di M3. La banca centrale rumena ha invece come proprio obiettivo la stabilità dei prezzi, ma non ha un obiettivo preciso in termini di tasso di inflazione.

Oltre che per la scelta di diversi regimi valutari, i dieci paesi candidati si distinguono anche per i loro approcci al tema dei movimenti internazionali di capitali, per quanto tutti abbiano liberalizzato almeno alcuni di questi movimenti.<sup>5</sup> La Repubblica Ceca, l'Ungheria e gli stati baltici hanno realmente liberalizzato i flussi degli investimenti finanziari, ma hanno mantenuto alcune restrizioni per categorie quali le transazioni in proprietà immobiliari. La Polonia, la Repubblica Slovacca e la Slovenia hanno mantenuto anche alcune restrizioni ai flussi finanziari di breve periodo.

Le motivazioni con cui vengono giustificati i controlli sui movimenti di capitali sono diverse da un paese all'altro e altrettanto diversificata è la loro efficacia. Spesso i controlli sui movimenti di capitali a breve termine sono giustificati dal desiderio di evitare variazioni ampie e improvvise sia dei flussi in entrata sia di quelli in uscita che potrebbero minacciare la stabilità del tasso di cambio e/o mettere in pericolo la liquidità e la solvibilità delle istituzioni finanziarie nazionali. Le restrizioni imposte agli acquisti di terreni o di proprietà immobiliari da parte di stranieri invece sono in genere motivate da considerazioni di tipo extra-economico.

Quando si parla di movimenti di capitale a breve termine si fa riferimento alla vita residua (ma talvolta all'intera vita) di un prodotto finanziario e non alla lunghezza del periodo per cui si ritiene che quel prodotto resterà nelle mani di un investitore. L'esistenza di mercati secondari liquidi per prodotti finanziari di lungo periodo rende possibili inversioni di rotta ad alta frequenza dei movimenti di capitali anche in assenza di titoli a breve commerciati internazionalmente. In linea di principio, persino gli investimenti esteri diretti possono essere facilmente rovesciati se esiste un mercato azionario con adeguate caratteristiche di liquidità e spessore. D'altra parte neppure la mancanza

---

<sup>5</sup> Si noti che tutti i paesi hanno accolto l'Articolo VIII del Fondo Monetario Internazionale, che impone l'eliminazione dei vincoli alla transazione nel conto corrente della bilancia dei pagamenti.

di grandi quantità di titoli a breve termine denominati in valuta estera o la mancanza di uno stock consistente di titoli nazionali in possesso di operatori stranieri può mettere una valuta al riparo dagli attacchi speculativi. A questo proposito il problema fondamentale è la capacità o l'abilità da parte degli operatori nazionali ed esteri di andare allo scoperto in valuta nazionale e acquistare valute estere in un'ampia gamma di mercati a pronti, a termine o di scambi condizionati.

In passato si è visto che il modo in cui il capitale entra in un paese non è necessariamente collegato al modo in cui lo stesso capitale può successivamente lasciare quel paese. Si consideri ad esempio un paese come la Polonia, che negli anni più recenti ha finanziato il proprio disavanzo di partite correnti principalmente attraverso gli investimenti esteri diretti (IED), comprendendo fra questi anche gli introiti derivanti dalle privatizzazioni (in altri termini, negli ultimi anni i movimenti di capitali hanno registrato afflussi netti di IED di grandezza paragonabile a quella del disavanzo delle partite correnti). Si può ritenere che questa situazione, caratterizzata da IED che hanno finanziato per diversi periodi i disavanzi di parte corrente, renda più improbabile un repentino rovesciamento dei movimenti di capitali? La risposta è no, se il paese che ha ricevuto gli IED ha eliminato pressoché ogni ostacolo amministrativo alla mobilità internazionale dei capitali. In questo caso, infatti, un attacco speculativo diretto contro la valuta nazionale non richiede un vero e proprio rovesciamento del flusso degli IED, ma potrebbe derivare semplicemente da un deflusso su grande scala degli investimenti di portafoglio sia di breve che di lungo periodo.

La varietà degli strumenti finanziari che i paesi candidati possono scambiare a livello internazionale rimane piuttosto limitata, ma è abbastanza ampia da esporre ciascuno di questi paesi al rischio di un improvviso e ampio rovesciamento dei flussi di capitali. Inoltre tale vulnerabilità è destinata ad aumentare molto rapidamente, perché l'ingresso nell'UE imporrà ulteriori aperture ai movimenti di capitali. Infatti, in base all'Articolo 56 del Trattato dell'UE ai paesi membri viene richiesto di liberalizzare completamente i movimenti dei capitali sia verso gli altri paesi membri, sia verso paesi terzi. Se l'adesione formale all'ERM II è una condizione per l'adesione all'UME, nel caso di alcuni paesi candidati, per permettere loro di aderire all'UME nel più breve tempo possibile, una tale liberalizzazione dei movimenti di capitali potrebbe essere messa in atto nel momento stesso dell'ingresso

nell'EMR II. Ma se l'esperienza dell'EMR I non è stata molto incoraggiante, l'EMR II a fronte di una libera mobilità dei capitali potrebbe rivelarsi altrettanto destabilizzante e rischioso.

### 3. Esiste un regime credibile con tasso di cambio fisso?

Qual è il giusto tasso di cambio per ciascuno dei paesi candidati? Nel Riquadro 1 si esamina questo interrogativo dal punto di vista della letteratura che considera il problema della definizione di un'area valutaria ottimale. La conclusione a cui si giunge è che la tradizionale analisi delle aree valutarie ottimali sopravvaluta il peso delle argomentazioni contrarie all'adozione di un tasso di cambio fisso da parte dei paesi candidati. Sulla base di questo presupposto, in questa sezione si esamineranno le diverse opzioni di un regime di cambi fissi; nella Sezione 4 si considererà invece il caso di libera fluttuazione dei cambi.

#### RIQUADRO 1

##### IL PUNTO DI VISTA DELL'AREA VALUTARIA OTTIMALE

**Le rigidità dei costi e dei prezzi nominali.** Se non vi sono significative rigidità dei costi e dei prezzi nominali, la scelta di un regime valutario, dal punto di vista macroeconomico, è assolutamente indifferente. Si noti che quello che importa sono soltanto le rigidità *nominali*. Se un paese è gravato da rigidità di tipo reale (rigidità dei salari reali, produttività stagnante, immobilità dei fattori della produzione), i suoi risultati economici reali saranno sconfortanti senza però che questo abbia alcuna implicazione in termini di scelta del regime valutario. A meno che queste rigidità non possano essere eliminate attraverso variazioni del tasso di cambio *nominale*, i risultati economici del paese resteranno sconfortanti sia all'interno di un regime credibile di cambi fissi, sia in regime di cambi fluttuanti, sia in un sistema universalmente basato sui baratti bilaterali.

La gravità e la persistenza delle rigidità nominali diventa quindi un problema cruciale per la ricerca empirica e per la politica economica. Purtroppo però l'evidenza empirica di cui disponiamo non è sufficientemente chiara ed è di difficile interpretazione, il che ci lascia in una situazione molto imbarazzante. Noi crediamo che la scelta del numerario sia importante, ma non siamo in grado (impiegando gli strumenti eco-

Riquadro 1 (*continua*)

nomici convenzionali) di spiegare perché. Noi crediamo che le rigidità dei salari e dei prezzi nominali siano diffuse e che siano importanti ai fini dei risultati economici reali, ma non sappiamo come misurare queste rigidità né quanto possano essere persistenti a fronte dei mutamenti dei regimi valutari di cui si sta discutendo.

**Dimensione, apertura e direzione degli scambi.** In economia la misura a cui si deve fare riferimento quando si vuole definire la “dimensione” è il potere di mercato. Un’economia è di grandi dimensioni se ha la capacità di influenzare i suoi rapporti di scambio (i prezzi relativi dei beni che importa e che esporta) o i prezzi internazionali dei prodotti finanziari che scambia (il tasso di interesse mondiale). Da questo punto di vista, perfino la Polonia, il maggiore dei dieci paesi candidati, è un paese piccolo. Un paese che è piccolo in termini di commercio di beni e servizi (un paese che, sui mercati mondiali, non è in grado di influenzare i prezzi dei beni importati ed esportati) non può utilizzare le variazioni del proprio tasso di cambio nominale per influenzare i suoi rapporti di scambio internazionali. Ovviamente, non tutti i beni e i servizi finali e intermedi sono scambiati internazionalmente. In particolare una gran parte dei servizi lavorativi non sono commerciati internazionalmente; ed è proprio per questo motivo che le rigidità dei salari nominali sono sufficienti a dare ai tassi di cambio nominali una (temporanea) capacità di modificare l’andamento dell’economia reale grazie alla propria capacità di influire sui costi unitari relativi del lavoro e sulla profittabilità relativa.

Un tema comune a molti approcci al problema delle aree valutarie ottimali è che più un’economia è aperta agli scambi internazionali di beni e servizi, meno guadagna dalla flessibilità del tasso di cambio nominale. Ma questa affermazione, così come viene proposta, appare ovviamente scorretta: infatti per un’economia totalmente chiusa al commercio internazionale dei beni e dei servizi il regime valutario non ha alcuna importanza dal punto di vista della stabilizzazione economica. Se vi è una relazione fra il grado di apertura e il costo connesso alla rinuncia alla flessibilità del tasso di cambio, questa relazione non può certamente essere monotona.

Oggi la maggior parte dei paesi dell’Europa orientale sono molto più aperti al commercio internazionale di quanto non lo fossero la Grecia, il Portogallo e la Spagna nel momento in cui divennero membri dell’UE. Mentre il peso del commercio internazionale in questo gruppo di paesi era mediamente pari al 62% del Pil, lo stesso rapporto è quasi doppio

Riquadro 1 (*continua*)

nel caso di cinque dei dieci paesi candidati (Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Polonia e Slovenia) ed è di poco più basso nel caso degli altri cinque paesi.<sup>1</sup> Ad esempio, la Polonia è molto più aperta al commercio internazionale di quanto non fosse la Spagna al momento della sua adesione all'UE. Inoltre, tutti i paesi candidati realizzano un'ampia parte dei loro scambi all'interno dell'area dell'euro, per cui la probabilità che questi paesi siano colpiti duramente da uno shock originato in un paese o in una regione al di fuori dell'area dell'euro è relativamente modesta.

**Shock o meccanismi di trasmissione asimmetrici.** Il carattere di uniformità della politica monetaria applicata a tutti i membri di un'unione monetaria risulta più costoso per un paese membro che subisce shock fortemente asimmetrici o se la sua struttura economica è tale da far sì che anche gli shock simmetrici o che coinvolgono tutti i paesi abbiano impatti fortemente asimmetrici sui suoi livelli di occupazione e di produzione.

Ma identificare e misurare il modo in cui gli shock colpiscono i paesi candidati è un esercizio che solo i più coraggiosi possono tentare. Inoltre sarebbe comunque difficile giustificare l'ipotesi addizionale secondo cui i modi di reazione emersi dallo studio di casi passati resterebbero validi anche nei periodi futuri, sia in quelli immediatamente precedenti l'ingresso nell'Unione, sia in quelli successivi.

Tuttavia, l'affermazione secondo cui la presenza di shock asimmetrici rende preferibile mantenere la flessibilità del tasso di cambio nominale deve essere qualificata attraverso tre considerazioni. In primo luogo, le variazioni del tasso di cambio nominale sono la risposta appropriata solo a fronte di shock asimmetrici che colpiscono i mercati dei beni e dei servizi, ovvero solo a fronte di shock che agiscono sulla curva IS e sull'offerta aggregata. A fronte di shock asimmetrici monetari (shock che agiscono sulla curva LM), la risposta più appropriata è invece quella di mantenere costante il tasso di interesse nominale. In un mondo di perfetta mobilità internazionale del capitale finanziario, un tasso di interesse nominale costante si traduce in un'attesa di deprezzamento costante del tasso di cambio e l'adesione a un regime di cambi fissi è il modo più semplice per perseguire questa reazione ottimale agli shock che agiscono sulla curva LM.

<sup>1</sup> Il grado di apertura al commercio internazionale è dato dalla somma di importazioni ed esportazioni come percentuale del Pil.

Riquadro 1 (*continua*)

In secondo luogo, è importante non farsi suggestionare dall'efficienza dei mercati finanziari generalmente intesi e, in particolare, dall'efficienza dei mercati valutari. I mercati valutari e il tasso di cambio possono agire sia come fonte di perturbazioni esogene sia come meccanismo di aggiustamento a shock nelle variabili fondamentali dell'economia, ma queste sono le due facce di una sola medaglia, e non è possibile eliminarne una mantenendo l'altra. I potenziali vantaggi della flessibilità del tasso di cambio nominale in quanto meccanismo di aggiustamento o strumento capace di assorbire gli shock sono collegati agli indubbi svantaggi che un tasso di cambio determinato dal mercato comporta in quanto fonte di "rumore" eccessivo e di movimenti non giustificati del tasso di cambio, infliggendo non inevitabili aggiustamenti in termini reali al resto dell'economia.

In terzo luogo, se si accoglie l'opinione secondo cui la piena integrazione dei mercati finanziari internazionali richiede l'adozione di una moneta unica, allora si può sostenere che la presenza di shock asimmetrici (reali) rafforza la necessità di aderire a una valuta comune. In questo caso l'argomento a favore di una moneta unica si sviluppa in questo modo: la piena diversificazione richiede un tasso di cambio fisso che sia credibile, e la capacità di diversificarsi a livello internazionale e di suddividere i rischi a livello internazionale è più importante quando gli shock sono asimmetrici; se gli shock sono comuni, non vi può essere una suddivisione dei rischi: la diversificazione non ha alcun senso.

**Limitata mobilità delle risorse reali.** È chiaro che a fronte di shock asimmetrici un alto grado di mobilità dei fattori reali della produzione (lavoro e capitale fisico) può, in linea di principio, costituire un efficace sostituto delle variazioni del tasso di cambio nominale. Anzi, la mobilità dei fattori è in grado di consentire un aggiustamento reale continuo e di lungo periodo che non può essere ottenuto attraverso la flessibilità dei tassi di cambio nominali.

La mobilità del capitale fisico è limitata anche quando la mobilità del capitale finanziario è perfetta. Infatti, una volta installato il capitale reale (impianti, macchinari e altre attrezzature, infrastrutture eccetera), trasferirlo geograficamente è costoso. Tuttavia, gli sviluppi tecnologici degli ultimi decenni hanno reso questo vincolo via via meno stringente: spostare un altoforno comporta verosimilmente costi proibitivi, ma molte linee di montaggio per prodotti ad alta tecnologia hanno un valore molto elevato rispetto ai costi connessi al loro trasporto da un luogo all'altro;

Riquadro 1 (*continua*)

possono quindi essere, e di fatto, sono spostate su grandi distanze in risposta a variazioni nei costi relativi di produzione (o a cambiamenti in altre determinanti della profittabilità).

La mobilità del lavoro fra i paesi candidati e gli attuali membri dell'UE incontra molte barriere: linguistiche, legali e amministrative. Tuttavia, di qualunque tipo siano queste barriere, i flussi migratori netti fra due regioni o fra due paesi sono necessariamente tanto più ampi quanto più ampie sono le differenze fra i salari reali pagati nelle due aree. Ma la differenza fra i livelli di vita ci informa soltanto sulla grandezza potenziale dei flussi migratori netti di lungo periodo di tipo strutturale fra i paesi candidati e gli attuali membri dell'UE; non ci dice nulla invece sulla dimensione dei flussi di lavoro nel loro collegamento con il ciclo economico. Ed è proprio questa mobilità *ciclica* del lavoro che dovrebbe sostituire la perduta flessibilità del tasso di cambio nella funzione di variabile in grado di assorbire gli effetti degli shock esogeni nel breve periodo. Tuttavia, anche in paesi in cui la mobilità del lavoro è strutturalmente alta, come ad esempio gli Stati Uniti, l'evidenza empirica non indica la presenza di una componente ciclica significativa della mobilità netta del lavoro. In questo senso si può pensare che la presenza di una mobilità del lavoro sensibile al ciclo economico non sia un presupposto necessario per il successo di un'unione monetaria, oppure che gli Stati Uniti non dovrebbero essere organizzati come un'unione monetaria.

**Stabilizzazione fiscale sovranazionale.** Se i paesi candidati adotteranno un regime di *currency board* collegato all'euro o se, al momento opportuno, aderiranno all'UME, sarà necessario istituire un'autorità sovranazionale con effettivi poteri redistributivi e con poteri estesi agli attuali membri dell'UE e agli stessi paesi candidati per compensare la loro perdita di flessibilità in termini di tasso di cambio? La risposta *tecnica* in breve è "no". Le politiche di stabilizzazione fiscale funzionano se e nella misura in cui posporre il pagamento delle imposte e ricorrere all'indebitamento per finanziare la conseguente riduzione delle entrate può favorire l'espansione della domanda. Questo può accadere se i consumatori sono affetti da miopia e non riescono a comprendere che il valore attuale delle imposte presenti e future non è necessariamente influenzato dalla distribuzione temporale delle imposte, o se posporre il pagamento delle imposte ridistribuisce risorse fra famiglie con diverse propensioni al consumo.

A meno che l'autorità fiscale federale sovranazionale di un'unione monetaria possa accedere al mercato finanziario globale ottenendo con-

Riquadro 1 (*continua*)

dizioni migliori di quelle che riuscirebbero a ottenere le autorità fiscali nazionali, non vi sono risultati in termini di stabilizzazione fiscale che le autorità federali potrebbero ottenere e che non sarebbero parimenti accessibili attraverso l'azione delle autorità nazionali o addirittura locali. I deficit e i surplus finanziari dei governi nazionali – che forse in una certa misura si riflettono negli squilibri delle partite correnti – possono sostituire perfettamente le manovre sovranazionali di stabilizzazione fiscale.

La nostra conclusione è quindi che

- a molti degli argomenti utilizzati nelle analisi relative alla definizione delle aree valutarie ottimali viene spesso assegnata eccessiva importanza; queste analisi sono troppo concentrate sui legami commerciali e troppo poco sui legami che passano attraverso i movimenti di capitali;
- è molto difficile sostenere che i paesi candidati abbiano caratteristiche tali da renderli meno adatti all'ingresso nell'area valutaria comune dell'UME di quanto non lo siano molti dei paesi che già ne sono membri.

### 3.1. *Unione monetaria e unione politica*

Nessun regime di tassi di cambio fissi può essere assolutamente e incondizionatamente credibile; perfino un'unione monetaria o un'area valutaria comune possono spezzarsi. Per garantire a tale regime una lunga durata è necessario almeno un denominatore comune, cioè un insieme di istituzioni politiche sovranazionali (un parlamento, una corte di giustizia, un proto-esecutivo) che coinvolgano tutti i paesi aderenti all'unione monetaria.<sup>6</sup> Quindi, quando si considerano le unioni monetarie è importante distinguere da un lato le unioni mone-

---

<sup>6</sup> Fra gli esempi fallimentari di unioni monetarie i cui membri non hanno mai raggiunto un livello significativo di unità politica si possono citare l'unione monetaria del New England coloniale, l'Unione Monetaria Latina, l'Unione Monetaria Scandinava e l'Area Valutaria dell'Africa Orientale. Vi sono anche molti esempi di unioni monetarie che si sono spezzate a seguito della dissoluzione delle istituzioni politiche che le sostenevano: quando gli stati del sud degli Stati Uniti si distaccarono dall'Unione, la Confederazione introdusse una propria moneta; gli stati che nacquerono dallo smembramento dell'impero austro-ungarico dopo la prima guerra mondiale non furono in grado di tenere in vita un'unione monetaria; lo stesso accadde all'area del rublo nella CSI dopo la fine dell'Unione Sovietica e all'area del dinaro dopo la fine della Repubblica Federale Socialista Jugoslava.

tarie (formalmente) simmetriche e dall'altro lato quelle asimmetriche o unilaterali. Un'unione monetaria simmetrica possiede un'autorità monetaria che soddisfa le seguenti condizioni:

- il suo mandato è riferito all'intera unione (ad esempio, deve garantire la stabilità dei prezzi in tutta l'unione);
- svolge il ruolo di prestatore di ultima istanza nelle stesse condizioni in relazione a ogni paese membro;
- i suoi guadagni derivanti dal signoraggio sono distribuiti equamente fra tutti i paesi membri;
- è responsabile del proprio operato nei confronti dei legittimi rappresentanti politici dei cittadini di tutta l'unione.

Sulla base di questi criteri si può vedere che l'UME è un'unione monetaria formalmente simmetrica. Al contrario, la recente dollarizzazione di Ecuador ed El Salvador, la dollarizzazione di Panama e l'euroizzazione del Kosovo e del Montenegro sono esempi di unioni monetarie asimmetriche o unilaterali.

Nel caso di un paese che ha adottato unilateralmente un'altra valuta è più facile rinunciare a questo impegno di quanto non accada nel caso di un paese che appartiene a un'unione monetaria formalmente simmetrica e decide di staccarsene. Inoltre, anche i potenziali vantaggi connessi alla permanenza nell'unione sono maggiori nel caso di un paese che fa parte di un'unione monetaria formalmente simmetrica: un paese membro di un'unione valutaria formalmente simmetrica, infatti può in una certa misura influenzare la politica monetaria dell'unione, mentre un paese che adotta unilateralmente una valuta deve accettare quel che viene deciso altrove, di modo che per quest'ultimo paese reintrodurre una valuta nazionale comporta maggiori vantaggi. Quindi, fra i diversi regimi di cambi fissi, l'unione monetaria formalmente simmetrica è quello più credibile.

### 3.2. Currency board: *non si entra se non si può uscire*

Dopo le unioni monetarie simmetriche e quelle unilaterali, il più credibile fra i regimi che si propongono di mantenere un tasso di cambio fisso è il *currency board*. Tale regime è definito sulla base di due regole: una regola che governa il tasso di cambio e una regola fiscale che governa il bilancio pubblico. La prima regola è definita come un impe-

gno a mantenere un rapporto di cambio fisso nei confronti di un'altra valuta o di un paniere di valute. La seconda regola stabilisce che la banca centrale non possa attuare una politica monetaria espansiva, ovvero che la base monetaria nazionale sia sostenuta da riserve in valuta estera almeno del 100%. Nel caso più semplice tali riserve sono la sola attività finanziaria in possesso dell'autorità monetaria e la base monetaria (moneta circolante e riserve delle banche ordinarie presso la banca centrale) è la sua sola passività. In quanto segue – se non diversamente specificato – si considererà soltanto il caso di un cambio fisso nei confronti dell'euro. In questo caso l'euro potrebbe anche essere – ma non necessariamente – la valuta legale del paese che adotta il *currency board*; infatti l'euroizzazione unilaterale è il caso limite di un *currency board* che adotta l'euro come valuta legale e in cui l'uso della valuta locale come unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore si è ridotto a zero.

Molte varianti del modello base di *currency board* sono state effettivamente messe in pratica (si veda ad esempio Ghosh, Gulde e Wolf 2000); nella maggior parte dei casi tali varianti sono state caratterizzate dall'inserimento di ulteriori strumenti finanziari nella lista delle passività e delle attività dell'autorità monetaria o dall'inserimento di passività contingenti fuori bilancio. Ad esempio, le banche ordinarie nazionali possono avere linee di credito contingenti presso l'autorità monetaria; quest'ultima può avere linee di credito contingenti aperte presso istituzioni finanziarie internazionali, sia private che pubbliche; l'autorità monetaria può avere un limitato potere di concedere crediti sia alla pubblica amministrazione sia al settore privato. Ogni allentamento del modello base del *currency board* può essere inteso come un passo verso una situazione in cui la banca centrale governa l'ossimoro di una parità valutaria "fissa ma modificabile".

La credibilità di un *currency board* dipende dalla difficoltà e dai costi di un suo abbandono. I costi sono probabilmente connessi quasi esclusivamente alla perdita di reputazione o credibilità, ma è anche possibile che l'abbandono di un *currency board* coinvolga il settore privato nazionale, e perfino il governo o le sue agenzie, in costose cause giudiziarie per rottura di contratto. In questo senso un *currency board* istituito sulla base di un decreto governativo può essere abbandonato più facilmente di uno istituito con una legge; a sua volta, un *currency board* istituito con una legge può essere abbandonato più facilmente di uno inserito nella costituzione del paese; tuttavia, in ulti-

ma analisi, tutto ciò che è nato da un atto politico può essere abbandonato attraverso un atto politico. In generale, il costo connesso all'abbandono di un *currency board* può essere superiore a quello dell'abbandono di un cambio fisso di tipo più convenzionale, ma senza dubbio non è abbastanza elevato da escluderne la possibilità. Nel 1979 l'Irlanda abbandonò il proprio *currency board* nei confronti del Regno Unito, e l'Argentina ha fatto lo stesso nel dicembre del 2001.

Un argomento a favore dell'istituzione di un *currency board* è che, rispetto alla creazione di una vera e propria banca centrale, esso rappresenta un modo economico di governare la politica monetaria. Tutto ciò che occorre è un numero sufficiente di impiegati bancari di modesto livello occupati a cambiare – al tasso di cambio fisso – la valuta nazionale con la valuta estera o con il paniere di valute rispetto alle quali la valuta nazionale è fissata. Naturalmente anche in questo caso è necessario l'esercizio di funzioni di supervisione e di regolazione del sistema bancario, ma queste attività non debbono necessariamente essere esercitate dall'autorità monetaria: adottando un *currency board* il regolatore-supervisore può solo contare sul bastone della pubblica disapprovazione, delle multe o delle denunce; la carota della rete di sicurezza finanziaria offerta nel caso di crisi finanziaria non è più disponibile visto che né il regolatore-supervisore né l'autorità monetaria possono espandere discrezionalmente il credito a fronte di tali eventi.

Un secondo argomento a favore dell'istituzione di un *currency board* è che si tratta di un dispositivo che comporta un impegno molto forte, in una duplice direzione. Attraverso l'aggancio a una valuta estera esso costituisce un impegno al perseguimento della stabilità dei prezzi; attraverso il vincolo all'espansione del credito interno esso costituisce un impegno a limitare il deficit pubblico. Il valore di questi impegni dipende sia dal fatto che gli accordi relativi al *currency board* siano percepiti come credibili e permanenti sia dal fatto che in caso di abbandono si diffonda la convinzione che il *currency board* verrebbe sostituito da un impegno comparabile nel senso della stabilità dei prezzi e della copertura della spesa pubblica.

Queste considerazioni ci permettono di precisare alcune caratteristiche fondamentali che ogni *currency board* deve avere per tradursi in un meccanismo tale da aumentare la stabilità del sistema economico, piuttosto che la sua instabilità.

– In primo luogo, un *currency board* deve essere riconosciuto come temporaneo e deve prevedere una forte strategia per il suo stesso superamento. Più precisamente, poiché i soli regimi valutari sostenibili nel lungo periodo sono la libera fluttuazione e la valuta comune, o l'unione monetaria formalmente simmetrica, questi due regimi definiscono anche le due possibili strategie forti per il superamento del *currency board*. Si noti che un *currency board* è altrettanto vulnerabile, di fronte ad attacchi speculativi, quanto gli altri regimi a cambi fissi; infatti l'idea secondo cui esso sarebbe al sicuro da tali attacchi (o almeno più al sicuro) in virtù del fatto che le riserve di valuta estera sarebbero almeno pari alla base monetaria nazionale è errata perché la misura degli spostamenti di portafoglio da attività denominate in valuta nazionale a valuta estera non è limitata dalla grandezza della base monetaria nazionale. La ragione di fondo è che i depositi presso le banche nazionali denominati in valuta estera possono essere immediatamente convertiti in valuta estera; inoltre se è possibile prendere a prestito valuta nazionale per acquistare valuta estera le possibilità di attacchi speculativi sono ulteriormente amplificate, e per scoraggiare questi comportamenti occorrerebbe imporre tassi di interessi vertiginosi. In un caso come questo, il solo modo per prevenire una crisi valutaria sarebbe impegnare in modo assolutamente credibile le autorità monetarie ad alzare i tassi di interesse a qualunque valore risulti necessario per salvaguardare la parità del tasso di cambio. Ma un tale impegno – che potrebbe spingersi fino al punto da comportare, se necessario, una crisi bancaria e addirittura, se le pressioni speculative dovessero continuare, una generale crisi finanziaria, una crisi del debito pubblico o una crisi economica totale – da almeno un cinquantennio non risulta credibile. Se l'ancoraggio a una valuta estera non è credibile e una strategia *debole* orientata al suo superamento appare un esito probabile, allora il prezzo degli strumenti finanziari denominati in valuta nazionale dovrà includere un premio corrispondente al tasso di deprezzamento atteso della stessa valuta nazionale. È in tal modo che il “paradosso del peso”, aumentando il costo nominale e reale dei prestiti contratti attraverso strumenti finanziari denominati in valuta nazionale, può aumentare la pressione che grava sui bilanci pubblici e privati.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Con l'espressione “paradosso del peso” si fa riferimento al caso di un regime valutario con cambio fisso e completa mobilità dei capitali finanziari che genera un tasso interno di interesse che supera costantemente il tasso di interesse prevalente sui merca-

– In secondo luogo, un paese dovrebbe considerare la possibilità di istituire un *currency board* solo nel caso in cui possa permettersi di operare senza la figura di un prestatore di ultima istanza. Infatti, un evidente svantaggio del *currency board* è che, essendo esclusa l'espansione del credito interno da parte dell'autorità monetaria, non vi può essere un prestatore di ultima istanza (si veda Chang e Velasco 1998 e Della Paolera e Taylor 1999). Tuttavia vi possono essere modi per privatizzare parzialmente la funzione di prestatore di ultima istanza istituendo linee di credito contingenti, ma questa soluzione può essere applicata solo in misura inevitabilmente limitata. Ciò significa che la possibilità di istituire un *currency board* non dovrebbe essere considerata se il sistema bancario (e più in generale il sistema finanziario) non è solido e forte e se vi sono istituzioni e meccanismi distinti dalla tradizionale banca centrale e dalla sua funzione di prestatore di ultima istanza in grado di fronteggiare corse agli sportelli bancari e altre crisi di liquidità.

– In terzo luogo, nessun paese dovrebbe istituire un *currency board* se non è dotato di una *struttura fiscale abbastanza solida* da non rendere necessario il ricorso alla banca centrale per il finanziamento delle spese dello stato. Infatti un paese che adotta il modello fondamentale di *currency board* rinuncia alla possibilità di finanziare il deficit del bilancio statale attraverso canali monetari. In realtà, in un'economia ben governata in cui il soggetto responsabile della politica economica è competente e credibile, una tale scelta sarebbe svantaggiosa (si veda Calvo e Leidermann 1992): infatti in una tale situazione il signoraggio può rappresentare un'utile fonte di entrate per un governo che è a corto di liquidità e non vi è ragione di credere che il tasso di inflazione generato in un regime di *currency board* sia in alcun modo vicino a quello ottimo dal punto di vista della teoria neoclassica della finanza pubblica (che assume l'esistenza di un'autorità monetaria ben orientata, competente e capace di sostenere in modo credibile i propri impegni). Tuttavia, considerazioni maturate nell'ambito dell'economia politica e distillate dalle spesso brutali lezioni della storia mostrano come il ricorso all'emissione di banconote eserciti una gran-

---

ti internazionali. Questo fenomeno, se vi è una (piccola) probabilità di rottura della parità del cambio seguita da un sostanziale deprezzamento della valuta nazionale e se questo (raro) evento non è (ancora) accaduto, è coerente con l'efficienza dei mercati finanziari e con la razionalità delle aspettative.

de attrattiva e come si abusi facilmente della libertà di emettere passività monetarie. Il ricorso a uno strumento così grossolano come l'imposizione alla banca centrale di un divieto di espansione del credito interno può quindi risultare preferibile soltanto se l'alternativa è rappresentata da un abuso opportunistico del ricorso all'emissione di moneta da parte di un governo miope e/o orientato soltanto al perseguimento del proprio interesse particolare. Senza un programma fiscale sostenibile, i tassi di interesse sul debito pubblico (sia denominato in valuta nazionale sia in valuta estera) saranno accresciuti dalla necessità di pagare un premio per il rischio di insolvenza. L'aumento di questo rischio comporterebbe poi un razionamento quantitativo alla capacità del governo di ricorrere ai prestiti.

– In quarto luogo, la valuta o il paniere di valute nei cui confronti viene fissato il tasso di cambio dovrebbe essere scelto tenendo conto della struttura del commercio estero del paese. Infatti, se le variazioni del tasso di cambio nominale effettivo sono strumenti potenzialmente in grado di realizzare un necessario mutamento dei prezzi e dei costi relativi nazionali rispetto a quelli internazionali, fissare il tasso di cambio nei confronti di una o più valute estere il cui peso complessivo è basso rispetto all'indice completo del tasso di cambio effettivo difficilmente può essere una buona scelta.

Nel caso dell'Argentina risultavano non soddisfatti il primo, il terzo e il quarto criterio. Il *currency board* è stato presentato e difeso come una misura di carattere permanente. Non era prevista una forte strategia per il suo superamento attraverso l'adesione a un'unione monetaria formalmente simmetrica con gli Stati Uniti non esistono istituzioni comuni, sovranazionali, che comprendano sia gli Stati Uniti sia l'Argentina e che possano prefigurare la possibilità di una tale unione simmetrica per il futuro. La dollarizzazione unilaterale può rappresentare una tentazione per il breve periodo, ma non è una via percorribile per il lungo periodo. Se dovesse essere decisa una dollarizzazione unilaterale, il primo presidente populista appoggiato da una maggioranza parlamentare, in parte per motivi simbolici e in parte per godere dei benefici del signoraggio, reintrodurrebbe una valuta nazionale argentina. L'Argentina non ha mai risolto i problemi del suo federalismo fiscale, né ha mai affrontato efficacemente il problema della sua limitata capacità di produrre entrate fiscali e il problema della presenza di forti sindacati del settore pubblico. Infine, gli scambi con gli

Stati Uniti rappresentano meno del 10% delle importazioni e delle esportazioni argentine.<sup>8</sup>

Vi sono inoltre interessanti parallelismi con il caso della Turchia prima del collasso del suo regime valutario, avvenuto nel febbraio 2001. La Turchia non aveva adottato un vero e proprio schema di *currency board*, ma uno schema molto simile, che potrebbe essere definito un *currency board mobile*. Come accade anche per i *currency boards*, il regime monetario definito dalla Turchia escludeva l'espansione del credito interno da parte della banca centrale; inoltre, il tasso di cambio non era fisso, ma veniva deprezzato secondo un sentiero prefissato. La Turchia però non soddisfaceva il primo, il secondo e il terzo criterio. Una forte strategia per il superamento del *currency board* non era prevista: l'adesione a un'unione valutaria formalmente simmetrica – cioè all'UME – è un'ambizione valida per il lungo periodo, non una possibilità concreta per il medio periodo. Il sistema bancario turco era molto debole e il sistema fiscale era afflitto da antichi problemi rimasti irrisolti. Il peso del debito pubblico interno era notevole e cresceva rapidamente. Il paese era già stato coinvolto in 16 programmi del Fondo Monetario Internazionale, ma erano tutti falliti; però, a differenza di quanto accadeva nel caso dell'Argentina, la composizione del paniere di valute nei cui confronti venivano fissati il tasso di cambio e le sue variazioni rifletteva la struttura degli scambi internazionali del paese.

### 3.3. ... e nel caso dei paesi candidati?

Da un punto di vista economico, l'euroizzazione o l'istituzione di un *currency board* collegato all'euro può essere una buona soluzione per i dieci paesi candidati all'ingresso nell'UE, piccoli e molto aperti al commercio internazionale. Infatti se uno di questi paesi scegliesse di istituire un *currency board* con l'euro legherebbe la propria a una valuta che rappresenta la quota di gran lunga maggiore del suo commercio internazionale.

In una tale situazione un paese candidato potrebbe individuare nell'adesione all'UME una forte strategia naturale per il superamento del *currency board*: un'adesione da realizzarsi preferibilmente nella

---

<sup>8</sup> A metà degli anni Novanta si presentò la possibilità di definire una strategia forte per il superamento del *currency board* attraverso la definizione di un regime di libera fluttuazione collegato a un obiettivo in termini di tasso di inflazione, ma quella finestra di opportunità è ormai chiusa.

stessa data in cui si consegue l'ingresso nell'Unione Europea. Inoltre, il fatto che ormai anche i paesi che per ultimi hanno riformato il proprio settore bancario, come la Repubblica Ceca, siano impegnati in uno sforzo deciso di ristrutturazione finanziaria e "reale" del settore bancario elimina un ulteriore ostacolo all'istituzione di un *currency board*. Infine, anche se la moderazione in campo fiscale, come la castità, è qualcosa che si deve conquistare giorno per giorno, lo stato dei bilanci pubblici dei paesi candidati dell'Europa centrale e orientale non sembra essere in condizioni peggiori di quello della maggior parte dei paesi già membri dell'Unione Europea e dell'UME. Sembra quindi di poter dire che anche questa preconditione per la realizzazione di un *currency board* potenzialmente valido è soddisfatta. Del resto è importante che le pressioni aggiuntive sul bilancio del settore pubblico derivanti dalle spese necessarie a soddisfare i requisiti dell'*acquis communautaire*, in particolare in campo ambientale e delle infrastrutture, non mettano in pericolo la stabilità fiscale dei paesi candidati.

#### **4. Libera fluttuazione**

Come abbiamo accennato, la libera fluttuazione delle valute è oggi generalmente considerata come il solo regime valutario alternativo con caratteristiche di credibilità di lungo periodo. In questa occasione limiteremo la nostra analisi alla particolare variante della libera fluttuazione in cui questa viene collegata a uno specifico obiettivo per il tasso di inflazione. La definizione di un obiettivo in termini di tasso di inflazione è di moda ormai da parecchi anni nella maggior parte dei paesi industrializzati. La Federal Reserve statunitense, anche se non definisce in modo formale e ufficiale i propri obiettivi in termini di tasso di inflazione, sotto la direzione di Volker e di Greenspan nel suo effettivo operato ha sostanzialmente assunto tali obiettivi come riferimento. La Banca d'Inghilterra ha stabilito un tasso di inflazione come proprio obiettivo fin dal 1992 e la BCE ha definito fin dalla sua nascita, nel 1999, un obiettivo in termini di tasso di inflazione, anche se questo

termine non viene usato esplicitamente.<sup>9</sup> Analogamente, anche la Nuova Zelanda, l'Australia e il Canada definiscono come proprio obiettivo un particolare tasso di inflazione. Allora perché non dovrebbero fare lo stesso i paesi candidati?

#### *4.1. Presupposti fondamentali per l'efficace perseguimento di un obiettivo in termini di tasso di inflazione*

Anche se vi sono parecchie differenze fra i vari modi in cui è possibile individuare e perseguire un obiettivo definito in termini di tasso di inflazione, alcuni presupposti per l'attuazione di una tale politica sono generalmente riconosciuti come necessari e si spingono ben oltre il semplice annuncio da parte del governo di un particolare tasso di inflazione come obiettivo di breve periodo. Questi presupposti sono i seguenti:

- uno specifico obiettivo di medio periodo per il tasso di inflazione deve essere ufficialmente dichiarato e collegato a un indice chiaramente definito e facilmente monitorabile relativo a un preciso paniere di beni e servizi;
- la stabilità dei prezzi deve essere indicata attraverso un impegno istituzionale come l'obiettivo primario della politica monetaria; a tale obiettivo devono essere subordinati gli altri;
- deve essere disponibile uno strumentario credibile, che utilizzi tutte le informazioni disponibili, per collegare gli strumenti monetari agli esiti inflazionistici di breve periodo;
- gli ordinamenti monetari devono essere legittimi e la strategia che ispira la politica monetaria deve essere trasparente. Perché ciò si verifichi occorre che le autorità monetarie siano responsabili nei confronti delle rappresentanze elette, che le procedure siano aperte e trasparenti e che la comunicazione con il pubblico e con i mercati sia efficace.

In generale, si ritiene che la definizione di obiettivi in termini di tasso di inflazione abbia il vantaggio fondamentale di mantenere nelle

---

<sup>9</sup> La posizione ufficiale della BCE prevede la fissazione di un obiettivo di medio periodo di stabilità dei prezzi. Ma un tasso di inflazione compreso fra 0 e 2% (secondo l'indice HICP) è considerato coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

mani del paese il controllo della sua politica monetaria, il che, secondo la teoria convenzionale delle aree valutarie ottimali, in presenza di shock (non-monetari) asimmetrici, è un fatto positivo. Tuttavia in molti paesi si è rivelato difficile trarre reale profitto da questo vantaggio.

L'indipendenza monetaria di cui si può godere in regime di cambi fluttuanti consente una certa flessibilità (l'importante possibilità di rispondere agli shock), ma questa flessibilità ha risvolti negativi: in primo luogo, in termini di opportunismo, ovvero in termini di discrezionalità intesa nel senso negativo di assenza di impegni credibili; in secondo luogo, in termini di vulnerabilità nei confronti degli shock collegati al tasso di cambio. La discrezionalità opportunistica è stata screditata dall'esperienza inflazionistica degli anni Settanta e una politica monetaria basata su regole, cioè su impegni credibili, è invocata da tutti gli economisti ortodossi. Naturalmente, in linea di principio, le regole possono e dovrebbero essere flessibili e permettere adattamenti alle novità. Ma è anche vero che si dovrebbe evitare di sovrastimare i benefici dell'indipendenza monetaria nel caso della maggior parte dei paesi candidati. Infatti, accanto ai problemi universali connessi all'incertezza sugli effetti dell'impiego degli strumenti, nei paesi candidati è molto probabile che la politica monetaria non risulti particolarmente efficace nello stabilizzare la produzione perché in questi paesi i mercati del credito, dei depositi e dei debiti non sono ancora sufficientemente sviluppati. Inoltre, in particolare nei paesi meno avanzati, una quota sostanziale dei crediti e dei depositi continua a essere denominata in valuta estera. Così i cambiamenti nel costo e nella disponibilità del credito interno non è probabile abbiano un effetto immediato e significativo sulla produzione né attraverso il tasso di interesse né attraverso il canale del credito.

Identificare nell'inflazione l'obiettivo primario della politica monetaria e rinunciare all'obiettivo della stabilizzazione del tasso di cambio può avere importanti ripercussioni sul sistema bancario. Soprattutto nei paesi meno sviluppati della regione, porzioni consistenti delle attività e delle passività delle banche sono denominate in dollari o in altre valute forti e, anche se i conti della banca sono bilanciati fra le attività e le passività estere, ciò può non essere un'assicurazione sufficiente contro le perdite nel caso di ampie fluttuazioni del tasso di cambio. Infatti, grandi deprezzamenti possono portare al fallimento chi ha contratto prestiti bancari in valuta forte senza equilibrare la

composizione valutaria dei propri crediti e dei propri debiti, e tali fallimenti possono avere ricadute negative sull'intero sistema bancario.<sup>10</sup>

Un altro importante requisito per perseguire con successo un obiettivo fissato in termini di tasso di inflazione è l'impegno istituzionale della banca centrale nei confronti della stabilità dei prezzi. Ciò comporta l'isolamento dell'organo della banca centrale preposto alla definizione delle misure di politica monetaria dal processo politico orientato dai partiti. I membri di questo organismo della banca centrale non dovrebbero essere strettamente legati alle fazioni o ai partiti politici; dovrebbero rimanere in carica per un solo mandato, che dovrebbe avere durata maggiore del ciclo politico. Infatti gran parte delle possibilità di successo di una politica della banca centrale diretta contro l'inflazione dipende dalla reputazione di questa istituzione; e anche se occorre tempo per stabilire una tale reputazione, l'esperienza della Banca d'Inghilterra ha mostrato che la fiducia dei mercati finanziari può essere conquistata in tempi relativamente rapidi attraverso una combinazione di trasparenza e impegno attivo nell'illustrare al pubblico le decisioni assunte.

#### 4.2. *Quale obiettivo scegliere?*

Nel corso degli ultimi anni sono state condotte molte ricerche su quale tasso di inflazione rappresenti un obiettivo ottimale: una questione che coinvolge la scelta della composizione del paniere da assumere come riferimento, l'orizzonte temporale al cui interno perseguire l'obiettivo e il valore numerico da assegnare all'obiettivo. Attualmente, ad esempio, la banca centrale della Repubblica Ceca definisce un obiettivo inflazionistico sull'orizzonte dei prossimi 30 mesi; la banca centrale polacca invece definisce un analogo obiettivo su un orizzonte massimo di 18 mesi. In generale, sembra esservi un ampio accordo nel riconoscere che nelle economie con un alto grado di apertura verso l'estero la banca centrale dovrebbe idealmente definire un obiettivo inflazionistico di medio periodo che permetta di filtrare le variazioni

---

<sup>10</sup> Se variazioni ampie e inattese del tasso di cambio possono portare a insolvenza e fallimenti di banche, famiglie e imprese industriali e commerciali nel caso in cui, in termini valutari, le voci di bilancio non siano adeguatamente equilibrate, ovviamente tali effetti reali riducono notevolmente l'efficacia e l'efficienza della politica monetaria quale strumento di stabilizzazione.

temporanee del tasso di inflazione dovute, ad esempio, a variazioni temporanee del tasso di cambio. I vantaggi di questo approccio rispetto alla semplice definizione di un obiettivo in termini di prezzo di un paniere di beni di consumo sono tanto maggiori quanto più aperta è un'economia e quanto più volatile è il tasso di cambio. Inoltre, prestare attenzione a queste problematiche è tanto più importante quanto più ampi e volatili sono i movimenti di capitali. In particolare, quando i mercati finanziari e valutari nazionali mancano di profondità e ampiezza, i movimenti di capitali possono avere facilmente ampi effetti di breve periodo sul tasso di cambio e per questa via influenzare in misura notevole i prezzi interni dei beni e dei servizi commerciati internazionalmente.

La sfida posta dall'integrazione finanziaria internazionale continuerà ad essere importante per i paesi candidati, nel complesso è probabile che i suoi effetti siano positivi, a patto che vengano istituiti efficaci sistemi di regolamentazione e di supervisione delle istituzioni finanziarie e dei mercati nazionali. Con una popolazione che invecchia rapidamente è improbabile che i tassi di risparmio interni siano sufficienti a finanziare la sostituzione e l'espansione dello stock di capitale necessaria a colmare il divario rispetto all'UE (si veda BERS 2000). In queste condizioni gli IED svolgono un ruolo cruciale per il trasferimento internazionale delle tecnologie e del *know how*, mentre la diversificazione internazionale del portafoglio consente di accedere a forme di assicurazione rispetto agli shock asimmetrici che non sarebbero disponibili a livello nazionale.

L'aspetto negativo dell'integrazione finanziaria internazionale è che il sistema dei mercati finanziari internazionali può essere fonte di volatilità, di shock e di instabilità. L'instabilità finanziaria ovviamente non viene eliminata per il solo fatto di aderire a un'unione monetaria con paesi che rispecchiano un'ampia parte del suo commercio estero in beni, servizi e strumenti finanziari. Tuttavia, l'instabilità del tasso di cambio rappresenta una parte significativa dell'instabilità finanziaria complessiva. La volatilità del tasso di cambio si riflette nella volatilità dei prezzi delle importazioni e in temporanee variazioni del tasso di inflazione: un effetto che è tanto più forte quanto più un'economia è aperta allo scambio internazionale di beni e servizi. Inoltre, un'indebita sensibilità della politica monetaria nazionale a tali variazioni di breve periodo del tasso di inflazione può avere un effetto destabilizzante per l'economia reale. Un'abile gestione degli obiettivi monetari

riesce a filtrare le variazioni di sottofondo dei prezzi, del tasso di cambio e dei segnali inflazionistici concretamente osservabili e ad estrarre le indicazioni relative al tasso di inflazione sottostante. A volte è stato sostenuto che se economie in fase di transizione molto aperte agli scambi internazionali definiscono come obiettivo un tasso di inflazione, allora tale obiettivo dovrebbe essere precisato in termini di inflazione generata all'interno del paese; purtroppo però non esiste un modo concettualmente chiaro per distinguere l'inflazione importata da quella di origine interna.

Quali conclusioni comporta questa discussione per i paesi candidati all'ingresso nell'UE? Data la brevità e spesso anche la turbolenza del lasso di tempo trascorso dall'inizio della transizione, le banche centrali della regione sono ancora impegnate nel processo di accumulare la reputazione necessaria per l'efficace perseguimento di un obiettivo espresso in termini di tasso di inflazione. Con sistemi monetari e finanziari sottoposti a rapide trasformazioni, i meccanismi monetari di trasmissione da un lato non sono ancora ben compresi e dall'altro sono piuttosto instabili, il che accresce la probabilità che le banche centrali della regione non riescano a raggiungere il tasso di inflazione fissato come obiettivo, il che a sua volta rende loro più difficile migliorare la propria reputazione. Inoltre, in più d'uno di questi paesi la forza dell'impegno politico a favore dell'indipendenza delle banche centrali rimane dubbia; se pure l'indipendenza delle banche centrali non dovesse subire ulteriori attacchi, occorrerebbe comunque un certo tempo per convincere i mercati della sua solidità. Inoltre, data la volatilità e la dimensione dei movimenti di capitali che coinvolgono questi paesi rispetto alla dimensione del loro Pil, è probabile che le variazioni temporanee del tasso di cambio siano ampie e difficilmente distinguibili dai valori relativi all'inflazione. In sintesi, è difficile sostenere che al momento attuale questi paesi possano essere nella posizione migliore per perseguire obiettivi definiti in termini di tasso di inflazione.

##### **5. I criteri relativi a inflazione e tasso di cambio dell'UME alla luce dell'effetto Balassa-Samuelson**

Può esservi un conflitto fra i criteri relativi a inflazione e tasso di cambio fissati per l'adesione all'UME e una particolare caratteristica strutturale dei paesi candidati. In questa sezione cercheremo di mo-

strare che, a meno di non allentare o reinterpretare il criterio relativo all'inflazione nel caso dei paesi candidati che adottino un *currency board* (o qualsiasi altro regime credibile di tassi di cambio fissi), l'ingresso nell'UME potrebbe essere raggiunto solo al prezzo di indurre in questi paesi una recessione altrimenti non necessaria. Analogamente, per quei paesi candidati all'ingresso nell'UME che decidessero di lasciare fluttuare il tasso di cambio è probabile sia necessario reinterpretare in modo asimmetrico il criterio relativo alla stabilità per permettere di soddisfare il criterio relativo all'inflazione. In altri termini, pur non ammettendo significativi deprezzamenti del cambio, durante il biennio di prova dovrebbero essere ammessi significativi apprezzamenti.<sup>11</sup>

Presi insieme, il criterio relativo al tasso di cambio e quello relativo all'inflazione limitano le possibili variazioni del tasso di cambio reale dei paesi candidati rispetto ai paesi dell'area dell'euro. Infatti, ad esempio, per ottenere un apprezzamento in termini reali occorrono o un apprezzamento in termini nominali (se il tasso di inflazione è lo stesso sia nel paese candidato sia nell'area dell'euro) o un tasso interno di inflazione più alto rispetto all'area dell'euro (mantenendo costante il tasso di cambio nominale).

I tassi di cambio reali delle economie in fase di transizione sono volatili e soggetti a grandi oscillazioni di medio periodo. Tuttavia possono esservi pochi dubbi sul fatto che nel caso della maggior parte dei paesi candidati ci si deve attendere che all'interno del processo di transizione e di recupero del divario in termini di produttività e di livelli di vita si verifichi un significativo apprezzamento del tasso di cambio reale. Una tale convinzione è basata sul cosiddetto effetto Balassa-Samuelson, che illustriamo nel Riquadro 2,<sup>12</sup> ma il cui contenuto può essere enunciato in poche parole dicendo che, se nei paesi candidati si

---

<sup>11</sup> In realtà il criterio relativo al tasso di cambio richiede soltanto che un paese membro non abbia svalutato di propria iniziativa per un periodo di due anni, mentre un cenno esplicito alle rivalutazioni è assente. Se questa asimmetria nel modo in cui sono considerate le rivalutazioni e le svalutazioni può essere salutata con favore dai paesi che desiderano entrare nell'UME, essa induce qualche preoccupazione in relazione a una possibile mancanza di simmetria nell'interpretazione degli obiettivi di stabilità dei prezzi da parte della BCE. Diversamente da quanto accade nel caso della Banca d'Inghilterra, i cui obiettivi in termini di tasso di inflazione e le cui procedure *open letter* sono esplicitamente simmetrici, non è chiaro se la BCE sia ugualmente contraria all'inflazione e alla deflazione dei prezzi.

<sup>12</sup> Si veda anche Samuelson (1994) e Heston, Nuxoll e Summers (1994).

verifica una crescita della produttività relativamente più rapida nel settore dei beni scambiati internazionalmente e se il tasso di cambio è mantenuto costante, si avrà un aumento del tasso di inflazione.

Recentemente diversi autori hanno stimato empiricamente la dimensione dell'impatto dell'effetto Balassa-Samuelson sull'apprezzamento reale delle valute dei paesi candidati. De Broek e Sløk (2001), sulla base di una regressione su dati *panel*, stimano che un aumento dei livelli relativi di produttività dell'1% nel settore industriale dei paesi candidati rispetto a quelli dell'area dell'UME porti a un aumento (apprezzamento) del tasso di cambio reale pari allo 0,4%. Sulla base di questa valutazione essi stimano poi che il recupero di produttività nei paesi candidati stia producendo in media un apprezzamento reale dell'ordine dell'1,5% all'anno per l'insieme dei paesi candidati. Data la dispersione dei differenziali di crescita della produttività fra i diversi paesi, in alcuni casi tale effetto risulta significativamente più forte.

Jakab e Kovacs (1999) hanno stimato lo stesso effetto sulla base di dati relativi all'Ungheria e hanno trovato un valore pari a circa l'1,9% sul periodo considerato. Rother (2000), analizzando dati relativi alla Slovenia, valuta lo stesso effetto al 2,5% l'anno. Tutte queste stime hanno l'ovvio difetto di essere elaborate sulla base di serie di dati piuttosto brevi, che non permettono agli autori di filtrare l'azione di alcuni fattori ciclici. Tenendo conto di questa nota di cautela, si può dire che le stime dell'impatto dell'effetto Balassa-Samuelson sull'apprezzamento reale delle valute dei paesi dell'Europa orientale nei confronti dell'euro lo collocano fra l'1,5 e il 2,5% l'anno. Di conseguenza, mantenendo costante il tasso di cambio, questo apprezzamento produrrebbe un aumento del tasso di inflazione nei paesi candidati rispetto alla media dell'UME dell'1,5-2,5% annuo, ancora di più rispetto ai tre paesi dell'Unione Europea in cui il tasso di inflazione è più basso (che costituiscono il riferimento per il criterio indicato dal Trattato di Maastricht).

## L'EFFETTO BALASSA-SAMUELSON

Indichiamo con  $\pi_T^A$  il tasso di variazione dei prezzi dei beni scambiati internazionalmente nei paesi candidati, con  $\pi_T^E$  il tasso di variazione dei prezzi dei beni scambiati internazionalmente nell'area dell'euro e con  $\varepsilon$  il tasso di deprezzamento proporzionale dei paesi candidati rispetto all'euro. Supponiamo che nel caso dei beni scambiati internazionalmente si applichi la legge del prezzo unico, ovvero che nel commercio internazionale gli arbitraggi uniformino nell'area dell'euro e nei paesi candidati i prezzi dei beni e dei servizi scambiati internazionalmente (espressi in una valuta comune). Sulla base di queste ipotesi si avrà che

$$\pi_T^A = \pi_T^E + \varepsilon.$$

Il tasso di inflazione rilevante per valutare il soddisfacimento del criterio di ammissione all'UME relativo all'inflazione è misurato da un indice del prezzo di un ampio paniere di beni di consumo che include sia beni scambiati internazionalmente sia beni non scambiati internazionalmente. Indichiamo con  $\pi^A$  e con  $\pi_N^A$  il tasso di inflazione relativo a questo paniere di beni di consumo e il tasso di inflazione relativo ai beni non scambiati internazionalmente nei paesi candidati, e con  $\pi^E$  e con  $\pi_N^E$  le stesse variabili per l'area dell'euro. Se la quota dei beni non scambiati internazionalmente nel paniere di beni di consumo è  $\alpha$  sia nei paesi candidati sia nell'area dell'euro, ne segue che

$$\pi^i = \alpha\pi_N^i + (1 - \alpha)\pi_T^i \quad i = A, E$$

Si assuma che i prezzi di entrambi i tipi di beni siano determinati sulla base di un *mark-up* proporzionale costante applicato al costo unitario del lavoro, che il tasso di crescita dei salari all'interno del paese sia lo stesso in entrambi i settori, che il *mark-up* proporzionale applicato al costo unitario del lavoro sia costante. Indichiamo con  $\omega^i$  il tasso di crescita dei salari monetari nel paese  $i$  e con  $g_N^i$  e  $g_T^i$ ,  $i = A, E$  i tassi di crescita settoriali della produttività. Ne segue che

$$\pi^A - \pi^E = \varepsilon + \alpha[(g_T^A - g_N^A) - (g_T^E - g_N^E)].$$

Quindi, sulla base di ipotesi ragionevoli, la differenza fra il tasso di inflazione calcolato rispetto al paniere di beni di consumo nel paese candidato e nell'area dell'euro è pari al tasso proporzionale di deprezzamento del tasso di cambio nominale più la quota (comune) dei beni non scambiati internazionalmente all'interno del paniere dei beni di consumo moltiplicata per l'eccesso del differenziale di crescita della produttività fra il set-

## Riquadro 2 (continua)

tore dei beni scambiati internazionalmente e quello dei beni non scambiati internazionalmente nei paesi candidati rispetto allo stesso differenziale calcolato per l'area dell'euro. Poiché è probabile che nei paesi candidati il recupero di produttività sia più rapido nel settore dei beni scambiati internazionalmente che in quello protetto, è probabile che il differenziale fra la crescita della produttività nel settore dei beni scambiati internazionalmente e quello dei beni non scambiati internazionalmente sia maggiore nel caso dei paesi candidati che nell'area dell'euro. Ciò significa che il prezzo relativo dei beni non scambiati internazionalmente rispetto a quello dei beni scambiati internazionalmente aumenterà più rapidamente nei paesi candidati che nell'area dell'euro; ciò a sua volta implica che, dato il tasso di cambio, il tasso di inflazione generale sarà maggiore nei paesi candidati che nell'area dell'euro.

In questa analisi abbiamo concentrato l'attenzione sull'effetto Balassa-Samuelson considerandolo il principale determinante del valore di equilibrio dell'apprezzamento reale delle valute; tuttavia la letteratura economica mette in luce diversi altri canali che possono portare all'apprezzamento del tasso di cambio reale in un'economia che si trova a recuperare un ritardo. Ad esempio, sulla base della ragionevole assunzione secondo cui il settore aperto al commercio internazionale presenta un'intensità capitalistica maggiore di quello non aperto al commercio internazionale, è facile mostrare che una riduzione della differenza di costo del capitale fra i paesi in fase di transizione e i paesi attualmente membri dell'UME si traduce in un apprezzamento del tasso di cambio reale. Per semplicità si assuma che il capitale venga impiegato soltanto nel settore aperto al commercio internazionale; in tal caso una riduzione del costo del capitale nei paesi in fase di transizione conduce, *ceteris paribus*, a un aumento del rapporto capitale-lavoro e a un aumento del prodotto marginale del lavoro nel settore aperto al commercio internazionale; ciò a sua volta porta a un aumento dei salari pagati in questo settore. La mobilità del lavoro fra i settori implica che i salari aumentino anche nel settore non aperto al commercio internazionale; le imprese di quest'ultimo settore potranno sostenere tali aumenti salariali solo se il prezzo dei beni non scambiati internazionalmente aumenta rispetto a quello dei beni scambiati internazionalmente.

Se consideriamo questi ulteriori canali non è sorprendente che Pelkmans, Gros e Nuñez Ferrer (2000), basando le proprie stime sui rapporti fra i prezzi nei paesi candidati e negli attuali membri dell'UME anziché sulla crescita dei differenziali di produttività, trovino valori di equilibrio più alti per l'apprezzamento del tasso di cambio reale. Le loro stime prevedono un apprezzamento reale di equilibrio nell'ordine del 3,5-4% annuo che, mantenendo costante il tasso di cambio nominale con l'euro, implicherebbe facilmente un differenziale di inflazione superiore all'1,5% ammesso dal Trattato di Maastricht.

Se un paese candidato all'ingresso nell'UME e soggetto all'effetto Balassa-Samuelson dovesse scegliere un regime di cambi fluttuanti (magari all'interno di una banda), è probabile che questo effetto non genererebbe problemi al rispetto dei criteri previsti dal Trattato di Maastricht. Si consideri il caso in cui la politica monetaria nel paese candidato mantenesse l'inflazione a un livello di non più dell'1,5% superiore al livello dell'area dell'euro (o al di sopra della media dei tre paesi dell'UME con i tassi di inflazione più bassi), ma che il differenziale di inflazione determinato dall'effetto Balassa-Samuelson, dato il tasso di cambio e in corrispondenza del pieno utilizzo della capacità produttiva, sia maggiore dell'1,5% annuo. In questo caso, in equilibrio, il tasso di cambio si dovrebbe apprezzare, il che porterebbe il paese al di fuori delle condizioni imposte dal Trattato di Maastricht; ma ciò accadrebbe solo se l'effetto Balassa-Samuelson raggiungesse una dimensione veramente molto ampia. In realtà, assumendo che il valore iniziale del tasso di cambio si collochi nel punto centrale della banda di oscillazione del 15% prevista dall'ERM, è improbabile che tale effetto porti a superare i margini consentiti da tale banda nel giro di due anni.

Naturalmente, come abbiamo già sottolineato, un regime di cambi fluttuanti comporta altri notevoli svantaggi per i paesi candidati. Si consideri però quel che potrebbe accadere in un regime di cambi fissi in seguito all'effetto Balassa-Samuelson: se in una situazione in cui la capacità produttiva è pienamente utilizzata e il tasso di cambio è fisso il differenziale di inflazione dovesse superare l'1,5% ammesso dal criterio di Maastricht, il solo modo in cui un paese candidato potrebbe rispettare quel valore senza toccare il tasso di cambio consisterebbe nel determinare una fase transitoria di recessione tale da mantenere il tasso di inflazione per almeno un anno al livello richiesto. Tuttavia, dopo aver ottenuto l'ingresso nell'UME, il tasso di inflazione negli ex paesi

candidati continuerebbe a superare quello dei vecchi paesi membri nella misura implicata dall'effetto Balassa-Samuelson fino a che non si sia realizzata la convergenza dei differenziali intersettoriali di produttività.

Una soluzione più elegante, che permetterebbe al paese candidato all'ingresso nell'UME di mantenere fisso il tasso di cambio senza incorrere in una recessione altrimenti inutile, sarebbe quella di ridefinire il criterio del Trattato di Maastricht relativo all'inflazione in termini tali da comprendere soltanto il tasso di inflazione relativo ai beni scambiati internazionalmente. In assenza di una tale ridefinizione, solo una deroga potrebbe consentire a un paese candidato con un forte effetto Balassa-Samuelson di entrare nell'UME pur mantenendo fisso il tasso di cambio e senza incorrere in un'inutile recessione. Sorge qui la questione della desiderabilità di ampie deroghe o di interpretazioni più flessibili dei criteri per l'ammissione all'UME.

## 6. Un suggerimento pratico

Attualmente i paesi membri dell'UME e la BCE sostengono che l'euroizzazione (unilaterale) non è compatibile con il conseguimento degli obiettivi richiesti per l'ingresso nella stessa UME. Tuttavia, l'analisi svolta in questo articolo ci porta a concludere che una soluzione praticabile del dilemma connesso alla scelta del regime valutario a cui oggi si trovano di fronte quei paesi candidati che è probabile entrino presto a far parte dell'UE potrebbe essere quella di permettere loro di euroizzarsi (sulla base di una parità opportunamente negoziata) prima di entrare a far parte dell'UME e anche prima del loro ingresso nell'UE senza incorrere nel rischio di mettere in pericolo il futuro ingresso a pieno titolo nell'UME.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> L'argomentazione secondo cui l'euroizzazione *unilaterale* non rappresenterebbe un regime valutario accettabile per l'ammissione all'UME è basata soprattutto sulla condizione in base alla quale il tasso di cambio di ingresso nell'UME dovrebbe essere fissato attraverso un negoziato fra il paese candidato e i paesi membri. Tuttavia a nostro parere non vi sono solide ragioni per cui i paesi attualmente membri dell'UME dovrebbero opporsi all'euroizzazione se il tasso di cambio reale a cui un paese la realizza viene fissato nel corso di negoziati bilaterali fra il paese candidato e gli attuali membri.

Affinché l'euroizzazione o la fissazione di un forte legame con l'euro rappresenti un'opzione allettante per i paesi candidati che sperano di entrare al più presto nell'UME, può essere necessario introdurre deroghe o modifiche nel criterio relativo al tasso di inflazione. Ciò perché, secondo quanto previsto dall'effetto Balassa-Samuelson, fissando il tasso di cambio, il processo di convergenza reale potrebbe generare nei paesi candidati tassi di inflazione significativamente superiori a quelli dell'area dell'UME. Quindi, senza introdurre deroghe o modifiche nel criterio relativo al tasso di inflazione, il paese candidato che si euroizza (o che mette in atto un regime di cambi fissi, comprendendo fra questi il *currency board*) potrebbe trovarsi a dover provocare una temporanea – ma comunque non necessaria – recessione finalizzata a ridurre l'inflazione per un anno o a dover rinunciare all'ingresso nell'UME.<sup>14</sup>

Vi è un'altra buona ragione (distinta dall'effetto Balassa-Samuelson) per consentire una deroga al criterio relativo all'inflazione; infatti il suo rispetto (nella misura in cui esso comporta un tasso di inflazione al di sotto del livello che sarebbe ottimale dal punto di vista della prospettiva strettamente nazionale del paese candidato all'ingresso nell'UME) potrebbe comportare costi ai quali non corrisponderebbero adeguati benefici futuri. Una volta entrati nell'UME, l'andamento di medio e lungo periodo del tasso di inflazione è determinato dalla politica monetaria condotta nello spazio dell'intera unione e dall'operare dell'effetto Balassa-Samuelson, e il valore dell'investimento realizzato da un paese nella costruzione di una solida reputazione di competenza monetaria e di impegno a favore della stabilità dei prezzi viene a ridursi bruscamente nel momento in cui quello stesso paese rinuncia alla propria autonomia monetaria e aderisce all'UME.<sup>15</sup> In questo stato di cose, la politica fiscale nazionale può continuare a influire sui tassi di inflazione, ma solo in via transitoria; tutt'al più, le preoccupazioni relative all'inflazione dovrebbero tradursi in restrizioni della politica fiscale (e in un coordinamento della stessa), ma non dovreb-

---

<sup>14</sup> Questo dilemma appare inevitabile per Bruxelles e Francoforte; infatti vi sono già paesi candidati che hanno adottato un *currency board* nei confronti dell'euro e ai quali sulla base del criterio relativo all'inflazione l'ingresso nell'UME potrebbe essere precluso per molti anni.

<sup>15</sup> Tale valore non scende a zero perché, secondo le regole attualmente in vigore, quando un paese entra nell'UME il governatore della sua banca centrale entra a far parte del Consiglio esecutivo della BCE.

bero portare a definire un criterio di ammissione direttamente riferito al tasso di inflazione. Infatti la realizzazione di un'unione monetaria è il mezzo principe per giungere a una convergenza dei tassi di inflazione (al netto dei differenziali dovuti all'effetto Balassa-Samuelson): rendere la convergenza verso livelli uniformi di inflazione una precondizione per l'ingresso nell'unione monetaria equivale a porre il carro davanti ai buoi.<sup>16</sup>

Che effetto avrebbe ammettere all'UME un paese candidato il cui tasso di inflazione sia superiore al tasso di equilibrio di lungo periodo dell'UME? Se il processo inflazionistico del paese candidato manifesta una significativa inerzia, allora – fino a che il suo tasso di inflazione continuerà a superare quello di equilibrio di lungo periodo dell'UME – tale paese diverrà sempre meno competitivo. La perdita di competitività verrà successivamente recuperata passando attraverso un periodo in cui la disoccupazione supererà il livello del NAIRU, o in cui la capacità produttiva sarà sottoutilizzata. Per quanto questo stato di cose possa essere spiacevole, non vi sono ovvie ricadute negative da temere per i paesi che sono già membri dell'Unione Monetaria Europea in seguito all'ingresso di un (piccolo) paese candidato il cui tasso di inflazione sia al di sopra di quello di equilibrio di lungo periodo dell'Unione Monetaria Europea.<sup>17</sup> La decisione relativa a quale sia il tasso di inflazione più adatto ai nuovi entranti nell'UME nel momento del loro ingresso può quindi essere tranquillamente lasciata a questi stessi paesi. Vale anche la pena di notare che si sa molto poco sulla

---

<sup>16</sup> Si potrebbe anche sostenere che ogni criterio relativo al tasso di cambio porterebbe i paesi candidati a impegnarsi in investimenti costosi e privi di prospettive di rendimento. Si consideri il criterio che chiede a un paese candidato all'ingresso nell'UME di mantenere il suo tasso di cambio all'interno dei margini di fluttuazione dell'ERM per almeno due anni prima dell'ingresso. Non appena il paese candidato dimostra di essere in grado di mantenere il suo tasso di cambio all'interno dei limiti prescritti e per il periodo richiesto ed entra nell'UME, lo stesso paese rinuncia irrevocabilmente e permanentemente alla capacità di governare il tasso di cambio. La reputazione accumulata attraverso un processo rischioso e costoso viene dispersa nel momento stesso in cui si entra nell'UME.

<sup>17</sup> Se un paese dovesse aderire all'UME con un tasso di inflazione al di sopra del tasso di inflazione di lungo periodo dell'UME, il valore medio di quest'ultimo tasso – se l'inflazione del nuovo entrato non viene ridotta nel passaggio al nuovo regime monetario – ne risulterà accresciuto. Se in queste condizioni il tasso di inflazione assunto come obiettivo per l'intera area dell'UME non viene modificato, i paesi già membri dell'UME dovrebbero ridurre il loro tasso di inflazione. Tuttavia, poiché tutti i paesi candidati sono economicamente molto piccoli, questa esternalità risulterebbe veramente piccola.

persistenza di una spinta inflazionistica in un paese che cambia la propria valuta, ovvero il *numerario*. Ad esempio, non è ovvio che l'inerzia inflazionistica propria dello zloti polacco o del fiorino ungherese debba essere ereditata dai tassi di inflazione in euro della Polonia e dell'Ungheria una volta che in questi paesi tutti i contratti relativi a salari e prezzi siano espressi in euro.

A nostro avviso, dal punto di vista economico vi sono buone ragioni affinché i principali paesi candidati all'ingresso nell'UE divengano al più presto membri dell'UME e affinché questo accada senza dover passare attraverso un biennio di formale adesione all'ERM: il rispetto delle condizioni implicite nell'adesione all'ERM dovrebbe essere ritenuto sufficiente. Inoltre, a nostro avviso, seguire questo percorso non richiederebbe una deroga formale o una modifica del criterio relativo ai tassi di cambio stabilito dal Trattato di Maastricht.

In mancanza di una chiara decisione in base alla quale l'adesione all'ERM possa avere inizio prima dell'adesione all'UE (il che non sembra plausibile), o che renda possibile adeguarsi ai normali margini di fluttuazione dell'ERM senza essere formalmente membri dello stesso (il che appare invece del tutto plausibile), i paesi candidati dovrebbero affrontare un periodo minimo di due anni nel corso del quale sarebbero membri dell'UE ma non dell'UME. Ciò significa che i paesi candidati, per un periodo di almeno due anni dopo la loro adesione all'UE, dovrebbero governare i propri tassi di cambio in una situazione in cui i movimenti di capitali sarebbero completamente liberi, come prescritto dall'*acquis communautaire*.

In questo caso si presenterebbe inevitabilmente il rischio di attacchi speculativi nei confronti delle valute dei nuovi membri dell'UE. Contrastare tali attacchi sarebbe costoso; non contrastarli sarebbe ancora più costoso. Rinviando l'adesione all'UME si rinvierebbero anche i guadagni microeconomici di efficienza e i benefici derivanti dalla diversificazione dei portafogli e dall'aumento dello spessore dei mercati finanziari che farebbero seguito all'uso della moneta unica. La capacità di utilizzare le variazioni del tasso di cambio nominale per adattarsi più rapidamente e più efficacemente agli shock asimmetrici è spesso sopravvalutata, in particolare nel caso delle economie piccole e molto aperte agli scambi internazionali. Quanti esaltano l'importanza di queste manovre (e alcuni banchieri centrali lo fanno) attribuiscono alle autorità monetarie nazionali una capacità di dosare gli aggiustamenti – il cosiddetto *fine tuning* – che nella realtà non esiste.

La nostra tesi secondo cui i paesi candidati che vengono ammessi all'UE non dovrebbero passare un periodo di due o più anni nel purgatorio dell'ERM dopo la loro adesione all'UE è basata sia sul testo dei Trattati, sia sui precedenti costituiti dall'ingresso nell'UME di Finlandia, Italia e Grecia. A nostro avviso ciò non richiederebbe una deroga ai criteri fissati per l'ingresso nell'ERM; in tal caso infatti si dovrebbe concludere che il Trattato di Maastricht e i relativi protocolli richiedono due anni di adesione all'ERM prima che un paese possa essere ammesso all'UME. Ma ciò non sarebbe vero; infatti quel che viene richiesto da questi documenti è *il rispetto dei normali margini di fluttuazione previsti dall'accordo sui tassi di cambio (ERM) del Sistema Monetario Europeo*, che è una cosa ben diversa. In questo caso sarebbe possibile adeguarsi all'ERM pur senza esserne formalmente membri.<sup>18</sup>

Come abbiamo detto, vi sono anche precedenti che confermano l'opinione secondo cui il criterio del tasso di cambio può essere soddisfatto senza che il paese candidato sia membro dell'ERM. L'Italia e la Finlandia aderirono all'UME nel momento del suo varo, il 1° gennaio 1999, anche se, nel momento in cui veniva presa la decisione relativa all'ammissione di questi paesi, essi non avevano ancora trascorso due anni nell'ERM.

Questa tensione si riflette chiaramente nel linguaggio impiegato nel Rapporto sulla convergenza preparato dalla Commissione Europea:

«Per quanto la lira sia stata membro dell'ERM solo dal novembre 1996, essa non ha subito forti tensioni durante il periodo di valutazione e quindi, secondo la Commissione, negli ultimi due anni ha dimostrato sufficiente stabilità» (Commissione Europea 1998, p. 24).<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> Il terzo comma dell'articolo 109 J, paragrafo 1, del Trattato fa riferimento al criterio del tasso di cambio definito come dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema ME per almeno due anni senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro Stato membro»; l'articolo 3 del Protocollo n.6 specifica che «il criterio relativo alla partecipazione al Meccanismo di cambio del Sistema ME di cui all'articolo 109 J, paragrafo 1, terzo trattino del trattato, significa che lo Stato membro ha rispettato i normali margini di fluttuazione stabiliti dal Meccanismo di cambio del Sistema monetario europeo senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, e, per lo stesso periodo, non deve aver svalutato di propria iniziativa il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti della moneta di nessun Stato membro».

<sup>19</sup> Si veda anche Istituto Monetario Europeo (1998). Anche questo rapporto era stato pubblicato nel mese di marzo.

Questa valutazione venne formulata nel marzo 1998.

Non vi può essere dubbio che, se il criterio del tasso di cambio per l'ingresso nell'UME richiedesse che un paese candidato fosse formalmente membro dell'ERM, allora questo criterio sarebbe stato interpretato in modo estremamente generoso nei confronti dell'Italia e della Finlandia (e successivamente della Grecia). Il solo modo di sostenere che in questi casi la Commissione e l'Istituto Monetario Europeo (quindi il Consiglio d'Europa) rispettarono sia la lettera sia lo spirito del Trattato e del Protocollo è accettare l'idea secondo cui, perché il criterio del tasso di cambio sia rispettato, è sufficiente siano rispettati i margini di fluttuazione dell'ERM, indipendentemente dal fatto che il paese candidato fosse o meno formalmente membro dell'ERM.

Poiché il Trattato non richiede che un paese candidato all'ingresso nell'UME debba anche essere membro dell'UE durante i due anni nel corso dei quali deve rispettare il margine di  $\pm 15\%$ , non sembra esservi motivo per non applicare agli attuali paesi candidati quell'interpretazione flessibile che a suo tempo fu applicata a Italia e Finlandia, consentendo quindi a questi paesi di divenire membri dell'UE e dell'UME nello stesso momento, o con un ritardo minimo.

Un punto di vista presente a Francoforte e Bruxelles sostiene l'applicazione di un approccio "ERM rigido" ai futuri membri dell'UME e prevede la necessità di un periodo di due o più anni di adesione formale all'ERM dopo l'adesione all'UE. A questo punto di vista si associa poi la preferenza per una banda simmetrica del 15% al cui interno si collochi la fluttuazione dei tassi di cambio nel periodo successivo all'adesione all'Unione Europea. La funzione di ancoraggio nominale nell'ambito della banda di oscillazione relativa al tasso di cambio sembra attribuita a un obiettivo in termini di tasso di inflazione (con un valore abbastanza basso da soddisfare il criterio previsto per l'ammissione all'UME).

Anche a Bruxelles e a Francoforte il sostegno all'"ERM rigido" non è né unanime né incondizionato. Infatti vi è diffusa consapevolezza del fatto che un obiettivo definito in termini di tasso di inflazione, anche se perseguito con competenza, non esclude né la possibilità che il tasso di cambio risulti estremamente volatile, né la possibilità di persistenti deviazioni dello stesso dal valore desiderato. Inoltre, il criterio del Trattato di Maastricht relativo al tasso di inflazione si basa su un indice dei prezzi al consumo "grezzo" (l'HICP) che non tiene conto delle differenze fra il tasso di inflazione effettivo e quello di fondo, fra

cambiamenti transitori e permanenti del tasso di inflazione, fra il tasso di inflazione relativo ai beni scambiati internazionalmente e quello relativo ai beni che non vengono scambiati internazionalmente. Un obiettivo ragionevole per il tasso di inflazione, scelto in modo tale da realizzare una convergenza senza scossoni al momento dell'ingresso nell'UME, dovrebbe tenere conto anche dei differenziali inflazionistici di equilibrio persistenti; ma a questo proposito nel Trattato non viene precisato nulla.

Più in generale, la storia dei tentativi volti a perseguire due obiettivi definiti in termini nominali (o un obiettivo nominale soggetto a un vincolo pure nominale) non registra molti successi. In particolare, la storia dei tentativi di perseguire zone obiettivo per il tasso di cambio in condizioni di piena mobilità dei capitali finanziari è particolarmente infelice (si veda ad esempio Buiters, Corsetti e Pesenti 1998). I paesi candidati che desiderano entrare al più presto nell'UME non dovrebbero essere obbligati a trascorrere due o più anni in un tale purgatorio.

A nostro avviso, il solo argomento solido contro il rapido ingresso nell'UME di tutti i paesi candidati che riescono a soddisfare le condizioni per l'ingresso nell'UE è che l'attuale costituzione del Consiglio esecutivo della BCE (composto da sei membri e dai governatori delle banche centrali di ciascuno dei paesi che aderiscono all'UME) e le sue attuali procedure di voto (che prevedono pari peso per ciascun membro) diverrebbero ingestibili se vi si dovessero aggiungere otto o dieci membri. A nostro avviso questa preoccupazione è del tutto giustificata, ma la sua soluzione sta certamente in una riforma, da realizzare entro il 2004, della composizione e delle procedure di voto di quel Consiglio e non in un rinvio dell'ammissione all'UME di quei paesi che verranno ammessi all'UE.

## BIBLIOGRAFIA

- BERS (2000), *Transition Report*, European Bank for Reconstruction and Development, Londra.
- BUIITER, W.H., G. CORSETTI e P.A. PESENTI (1998), *Financial Markets and European Monetary Integration; The Lessons of the 1992-93 Exchange Rate Mechanism Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge.
- BUIITER, W.H. e C. GRAFE (2001a), "Central banking and the choice of currency regime in accession countries", *SUERF Studies*, no. 11.
- BUIITER, W.H. e C. GRAFE (2001), "Anchor, float, or abandon ship: exchange rate regimes for the accession countries", saggio presentato alla decima Anniversary Conference della BERS, Londra, 13-14 dicembre.
- CALVO, G.A. e L. LEIDERMAN (1992), "Optimal inflation tax under precommitment: theory and evidence", *American Economic Review*, March, pp. 179-94.
- CHANG, R. e A. VELASCO (1998), "Financial fragility and the exchange rate regime", *NBER Working Paper*, no. 6469.
- COMMISSIONE EUROPEA (1998), *Rapporto sulla Convergenza (preparato secondo l'Articolo 109j(1) del Trattato)*, Bruxelles, marzo.
- DE BROEK, M. e T. SLØK (2001), "Interpreting real exchange rate movements in transition countries", *IMF Working Paper*, no. WP/01/56.
- DELLA PAOLERA, G. e A. TAYLOR (1999), "Internal versus external convertibility and developing country financial crisis: lessons from the Argentinean bank bail out of the 1930's", *NBER Working Paper*, no. 7386.
- GHOSH, A.R., A.-M. GULDE e H.C. WOLF (2000), "Currency boards: more than a quick fix", *Economic Policy*, vol. 31, October, pp. 271-335.
- HESTON, A., D.A. NUXOLL e R. SUMMERS (1994), "The differential-productivity hypothesis and purchasing-power parities: some new evidence", *Review of International Economics*, vol. 2, no. 3, pp. 227-43.
- ISTITUTO MONETARIO EUROPEO (1998), *Rapporto sulla convergenza: Rapporto richiesto dall'Articolo 109 j del trattato che istituisce la Comunità europea*, Frankfurt am Main, March.
- JAKAB, Z.M. e M.A. KOVACS (1999), "Determinants of real exchange rate fluctuations in Hungary", *National Bank of Hungary Working Paper*, no. 1999/6.
- PELKMANS, J., D. GROS e J. NUÑEZ FERRER (2000), "Long run economic aspects of the European Union's eastern enlargement", Scientific Council for Government Policy, WRR, *Working Paper*, no. 109.
- ROTHER, P. (2000), "The impact of productivity differentials on inflation and the real exchange rate: an estimation of the Balassa Samuelson effect in Slovenia", *IMF Staff Country Report*, no. 00/56, pp. 26-38.
- SAMUELSON, P.A. (1994), "Facets of Balassa-Samuelson thirty years later", *Review of International Economics*, vol. 2, no. 3, pp. 201-26.
- VAN BRABANT, J.M. (2001), "Exchange-rate policy in Eastern Europe and EU integration", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no. 218, September, pp. 219-48.