

La teoria dell'AVO: una critica

La teoria dell'AVO: una critica

- La teoria dell'avo è stata oggetto di diverse critiche così sintetizzabili:

Sono così tanto rilevanti le differenze tra i paesi da dover essere prese in considerazione?

La politica monetaria nazionale (compresa la politica del tasso di cambio) è davvero efficace?

Quanto sono davvero credibili le politiche monetarie nazionali?

Quanto sono rilevanti le differenze tra i paesi ?

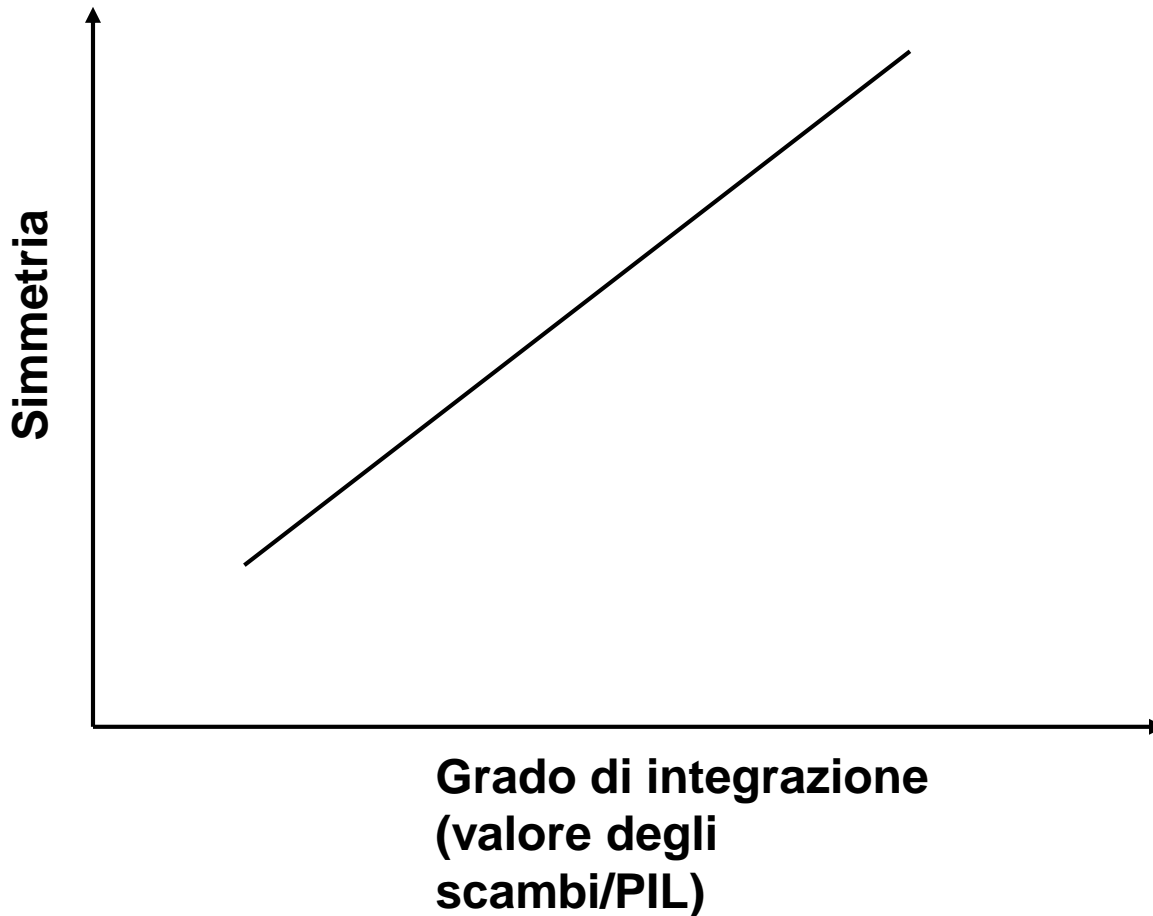
- Probabilità di shocks asimetrici da DOM all'aumentare dell'integrazione
- Esistono due visioni:
- Comunità europea (ottimistica)
- Krugman 1991 (pessimistica)

Il primo punto di vista è ottimistico:

Secondo la CE, infatti, l'integrazione porta a strutture economiche più uguali e meno shock asimmetrici

- Lo scambio internazionale tra le nazioni industrializzate è basato sull'esistenza di economie di scala e di differenziazione del prodotto (concorrenza imperfetta) pertanto saremo di fronte ad una struttura dello scambio in base alla quale i paesi acquistano e vendono tra loro gli stessi prodotti infatti.
- Gli shock sulla domanda colpiranno i paesi in modo simile.
- Invece di essere asimmetrici saranno simmetrici

Visione della CE



Al crescere del grado di integrazione economica diminuisce la frequenza di shock asimmetrici

Per misurare la simmetria prendiamo il coefficiente di correlazione tra i tassi di crescita dell'output di questi paesi. Se $\text{coeff}=1$ allora la simmetria sarà pari a uno

Il secondo punto di vista : pessimistico

Secondo Krugman quando gli ostacoli allo scambio diminuiscono, e siamo di fronte ad un mercato unico, si verificano due effetti opposti sulla localizzazione delle industrie:

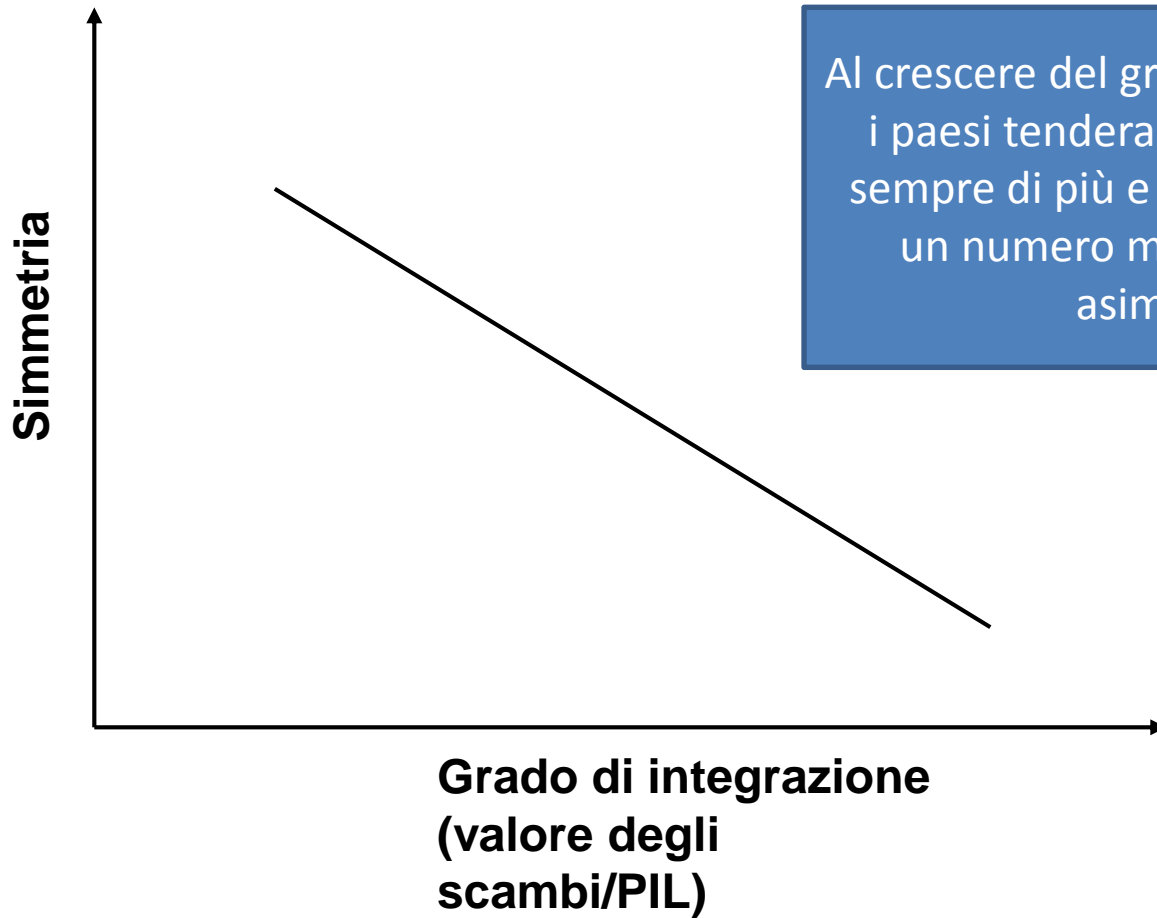
da un lato è possibile produrre più vicino ai mercati finali;

dall'altro è possibile concentrare la produzione in modo da approfittare delle economie di scala, creando effetti di agglomerazione e clustering

Una maggiore concentrazione delle attività regionali farà sì che gli shock di uno specifico settore potrebbero diventare gli shock di uno specifico paese.

I paesi soggetti a questi shock possono allora preferire l'uso del tasso di cambio come strumento di politica economica per correggere questi disturbi.

- L'integrazione quindi porta a shock asimmetrici



Chi ha ragione?

Sembra preferibile la visione della Commissione europea .

Infatti, se da un lato non si può negare che l'integrazione economica possa generare effetti di concentrazione e di agglomerazione, si deve tener conto che (visione pessimistica) gli effetti di agglomerazione travalicheranno i confini nazionali (al procedere dell'integrazione dei mercati, i confini nazionali dei paesi perdono sempre più importanza come fattori di localizzazione delle attività economiche creando le premesse per la formazione di attività (seppur concentrate) distribuite a cavallo delle linee di confine territoriali.

- Dunque la politica monetaria nazionale (tasso di cambio) non può essere d'aiuto contro shock asimmetrici «nazionali»

L'evidenza empirica: Frankel e Rose (1998)

Possiamo concludere che esiste una presunzione a favore della diminuzione degli shock asimmetrici tra nazioni, ma la questione rimane di natura empirica

- L'evidenza empirica evidenzia due aspetti:
 - **Correlazione positiva fra unioni monetaria e integrazione commerciale:** l'appartenza alla stessa unione monetaria raddoppia il volume dei flussi commerciali. Critica all'evidenza: l'effetto Rose inizialmente è forte ma probabilmente distorto verso l'alto..... gli effetti commerciali dell'UME sono molto inferiori. L'espansione degli scambi è stimata tra il 5 e il 20%.
 - **Correlazione tra Integrazione-simmetria degli shock:** Frankel e Rose trovano una relazione positiva (dunque correlazione crescente dei cicli). Con il procedere dell'integrazione i cicli economici dei paesi sono diventati più correlati.

Altre evidenze empiriche, il ruolo dei servizi

L'integrazione economica potrebbe non portare all'aumento degli shock asimmetrici all'interno dell'UE.

Questo aspetto riguarda l'importanza delle EdS nel settore dei servizi

Il settore dei servizi è meno soggetto a economie di scala e dunque l'Integrazione economica non porta ad una concentrazione regionale osservata nel settore dell'industria

All'aumentare dell'importanza del settore dei servizi il processo di concentrazione regionale potrebbe arrestarsi nonostante l'integrazione europea continui ad aumentare. del loro peso nel PIL gli effetti di agglomerazione si riducono

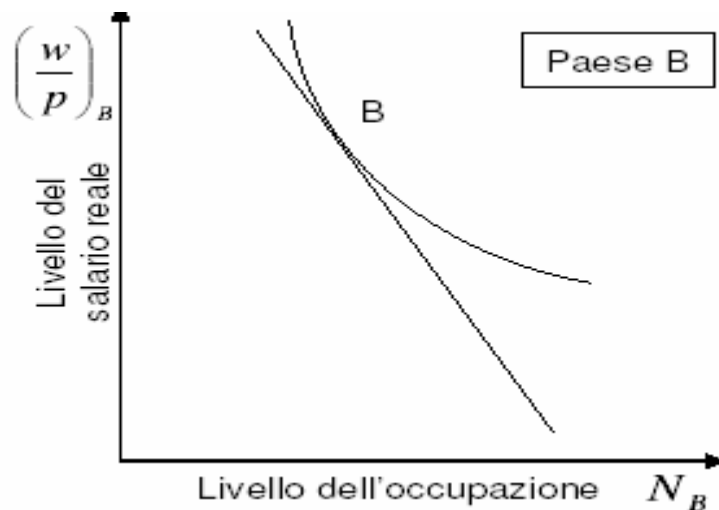
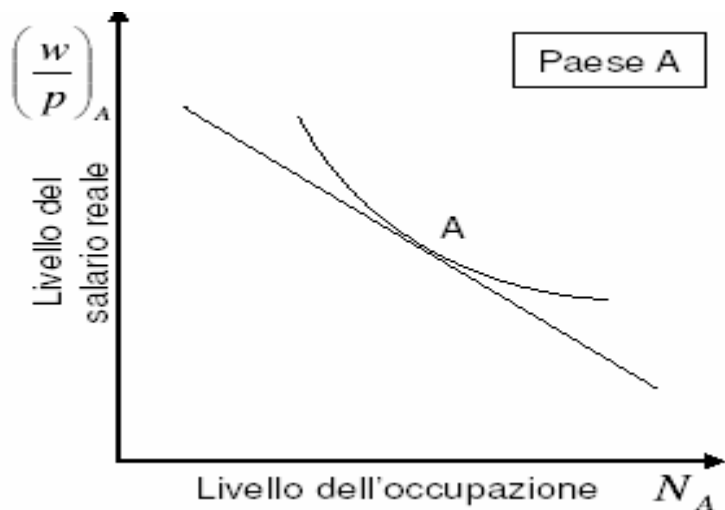
Conclusioni:

UM → maggior integrazione → maggior eguaglianza nelle strutture produttive → minor peso di shock asimmetrici

Differenze nelle istituzioni: mercato del lavoro

Le differenze istituzionali nel MdL creano asimmetrie nella trasmissione degli shock: l'integrazione monetaria cambierà il comportamento dei sindacati dei lavoratori in modo da eliminare le differenze esistenti?

Modello di McDonald e Solow (1981) su differenti reazioni della BC a $w-u$



paese A e il paese B sono due paesi candidati a un'unione monetaria, ognuno ha un solo

Le rette inclinate negativamente sono le curve di domanda di lavoro dei due paesi mentre le curve convesse sono le curve di indifferenza dei sindacati.

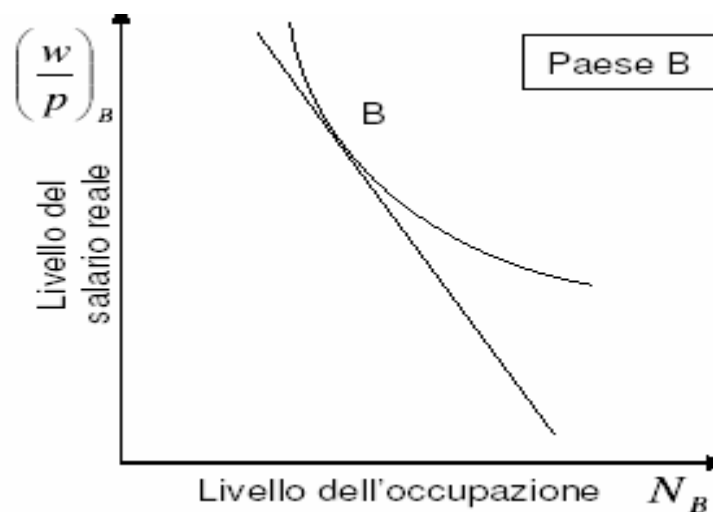
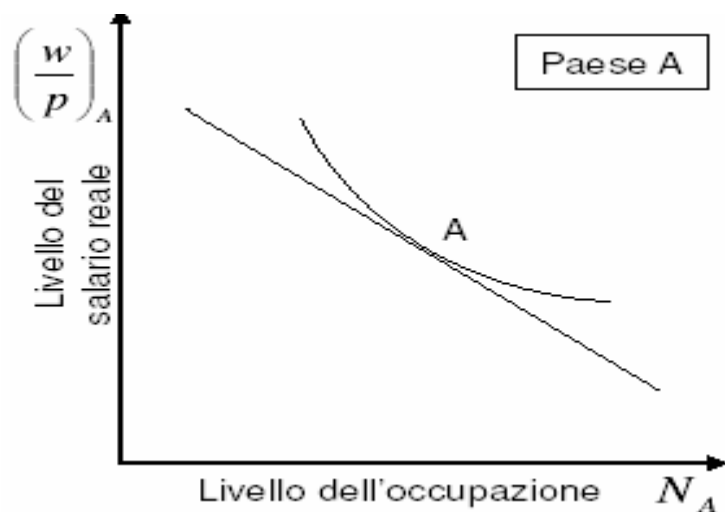
Il sindacato di ciascun paese sceglierà un punto sulla curva di domanda di lavoro (che per il sindacato rappresenta un vincolo) in corrispondenza del quale massimizza la propria utilità (punti A e B).

Le curve occupazionali dei due paesi hanno pendenze diverse perché riflettono diverse propensioni delle autorità a impegnarsi in politiche occupazionali espansive quando il saggio del salario aumenta.

Supponiamo che i sindacati stabiliscano un salario che riduce il livello dell'occupazione al di sotto del livello che le autorità considerano ottimale.

Le autorità reagiranno modificando le loro politiche (per esempio, si impegneranno in politiche monetarie e fiscali più espansive per assorbire i disoccupati, creare posti di lavoro pubblici...) e con queste si modificherà quindi il vincolo a cui sono soggetti i sindacati.

La retta dell'occupazione del paese B ha una pendenza maggiore di quella del paese A, ipotizzando quindi che le autorità del paese B siano più disponibili ad adeguarsi alle decisioni salariali del sindacato con politiche occupazionali espansive.



- **In presenza di un' unione monetaria** i governi non seguiranno più queste politiche accomodanti. Le politiche monetarie saranno centralizzate e i sindacati saranno messi sotto pressione e dovranno affrontare le stesse reazioni delle autorità monetarie.

Questo **renderà simili le curve dell'occupazione** e i due sindacati tenderanno a scegliere una combinazione analoga di saggio di salario e di livello dell'occupazione.

- Ciononostante è **improbabile che le differenze scompaiono completamente:**

i governi nazionali hanno altre politiche occupazionali a loro disposizione oltre alle politiche monetarie (creare posti di lavoro nel settore pubblico finanziando così spesa aggiuntiva con l'emissione di debito).

-in conclusioni gli **effetti finali sono incerti....**

Differenze nei sistemi legali e nei mercati finanziari

I sistemi giuridici, non essendo uguali, creano difformità nel **funzionamento dei mercati finanziari** oltre che immobiliari e anche di altri mercati.

La differenza di funzionamento dei mercati finanziari crea il rischio che un dato shock monetario venga trasmesso in maniera assai diversa

Ad Es: **Struttura per scadenze (maturity) del debito pubblico**

- Paesi a più alta inflazione (Italia) prima dell'UM avevano difficoltà a emettere titoli a lunga scadenza perché il prezzo dei titoli, molto sensibile all'inflazione inattesa, rendeva gli investitori riluttanti alla sottoscrizione di obbligazioni a lungo termine, a differenza del caso dei titoli a breve termine, molto meno reattivi ad aumenti di aspettative di inflazione. Pertanto, **nei paesi ad elevata inflazione**, il segmento di mercato a "lungo termine" era poco sviluppato e la maggior parte delle emissioni constava di titoli a breve.

A causa della breve scadenza del DP quando il tasso di interesse aumentava il governo si trovava a spendere di più per il pagamento dei conti interessi, aumentando così il deficit di bilancio

- Nei paesi a bassa inflazione, (Germania) invece, il rischio era contenuto e quindi gli investitori erano disposti a sottoscrivere obbligazioni a lungo termine emesse dal governo. Quindi, **nei paesi a bassa inflazione**, anche in presenza di un aumento del tasso di interesse gli effetti negativi sul bilancio si manifestavano più lentamente (scadenze più lunghe)

- Con l'UM si hanno aspettative di inflazione simili, e si allunga la durata del debito italiano: la struttura della scadenza dei titoli emessi dai governi italiano e tedesco convergeranno e le implicazioni per i bilanci di uno stesso shock sul tasso di interesse saranno le medesime.
- **L'unione monetaria eliminerà quindi alcune delle differenze istituzionali esistenti tra sistemi finanziari nazionali**

.....Ma:

- **Con la crisi del debito sovrano:** i rendimenti dei titoli pubblici divergevano in modo spettacolare aumentandone il rischio di inadempienza sui titoli emessi dagli stati membri. La conseguenza è stata la riduzione delle scadenze delle loro emissioni dei titoli
- In conclusione la MU di per sé non riduce le divergenze nei mercati dei titoli né nei sistemi legali (o funzionamento dei mercati finanziari)
- Nel tempo, tuttavia, le differenze più "profonde", riconducibili all'eterogeneità dei sistemi legali, cadranno soltanto con la convergenza dei sistemi giuridici nazionali (il che potrà accadere solo a seguito di un'ulteriore integrazione politica).

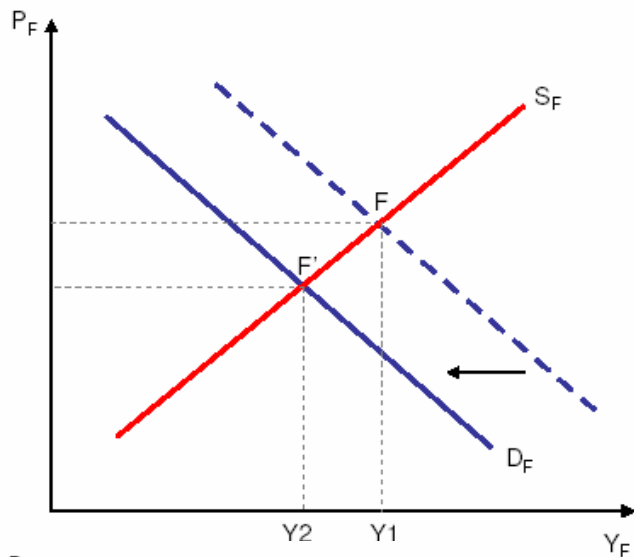
Tassi di crescita e integrazione

- Paesi a rapida crescita hanno anche **importazioni che crescono velocemente**. Affinché le esportazioni crescano allo stesso tasso, questi paesi devono aumentare la loro competitività attraverso deprezzamenti reali delle loro monete.
- Se essi facessero parte di un'unione monetaria sarebbe più difficile svalutare e ciò ne limiterebbe la crescita.
- In realtà questa diffusa opinione sul vincolo imposto ai paesi a crescita rapida che decidono di fare parte di un'unione monetaria è **scarsamente supportata a livello empirico**(Paul Krugman).
- La crescita economica implica infatti, perlopiù, **lo sviluppo di nuovi prodotti**: paesi a crescita rapida sono quelli in grado di sviluppare nuovi prodotti, oppure vecchi prodotti con nuove caratteristiche qualitative. Di conseguenza, questi paesi possono crescere più velocemente senza incorrere in problemi di bilancia commerciale e **quindi possono aumentare rapidamente le loro esportazioni senza dover ricorrere a deprezzamenti reali**.
- In conclusione si può affermare che le differenze nei tassi di crescita dei paesi non possono essere, in realtà, considerati un ostacolo all'integrazione monetaria.
- I paesi a crescita rapida che entrano in un'unione monetaria non dovranno, in generale, ridurre i loro tassi di crescita

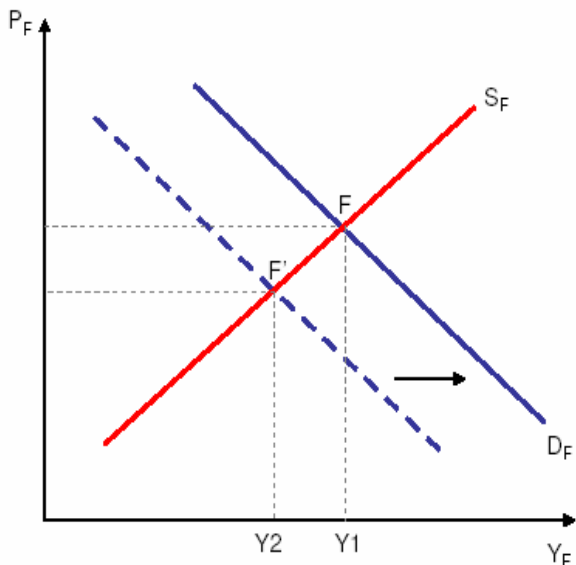
Efficacia della politica monetaria

- Il costo dell'abbandono della propria moneta nazionale è rappresentato dal fatto che non può porre in essere le Pm nazionali (tasso di cambio)
- Laddove le PM (e del cambio) sono inefficaci, la loro perdita non è grave
- Dobbiamo stabilire, pertanto, se effettivamente queste variazioni del tasso di cambio siano efficaci a correggere sviluppi differenziali della domanda, o di costo e prezzo.

Le PM per correggere shock da dom asimetrici permanenti

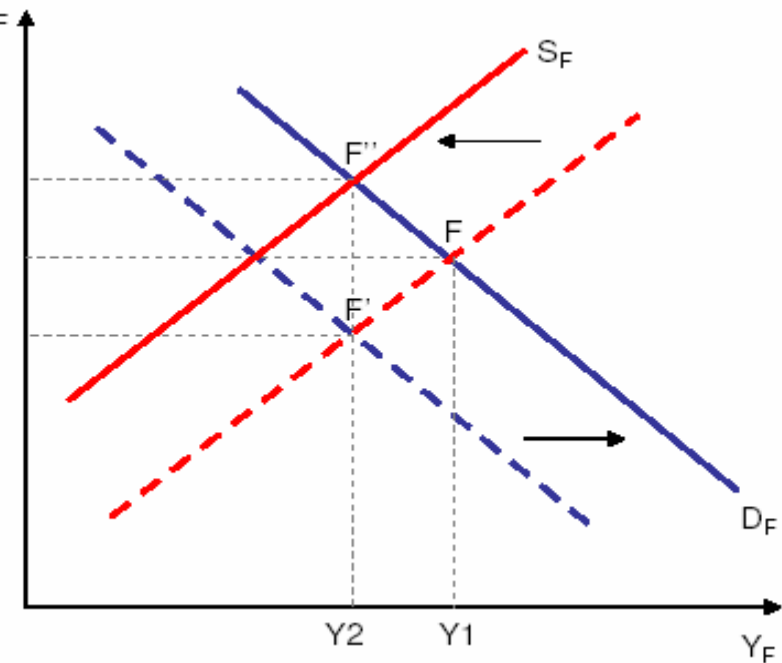


Prendiamo in considerazione il caso, già affrontato nella lezione scorsa, in cui i consumatori dell'Unione Europea spostino le loro preferenze da prodotti tedeschi a prodotti di fabbricazione italiana provocando così uno spostamento verso il basso della curva di domanda (con conseguente diminuzione della produzione da Y_1 a Y_2). Per far fronte a questo problema la G. svaluta la propria moneta.



In seguito alla svalutazione, la domanda aggregata in G. si sposta di nuovo verso l'alto e corregge l'iniziale spostamento favorevole della domanda: il punto di equilibrio ritorna ad essere F (a cui corrisponde il livello di produzione Y_1).

È improbabile che possa mantenersi questo nuovo punto di equilibrio. La svalutazione, infatti, aumenta il prezzo dei beni importati e fa aumentare il costo di produzione.



ciò comporterà una riduzione del livello salariale reale, sicchè si creerà una pressione affinché il livello del salario nominale in Germania aumenterà: i lavoratori saranno probabilmente compensati per la perdita di potere d'acquisto subita.

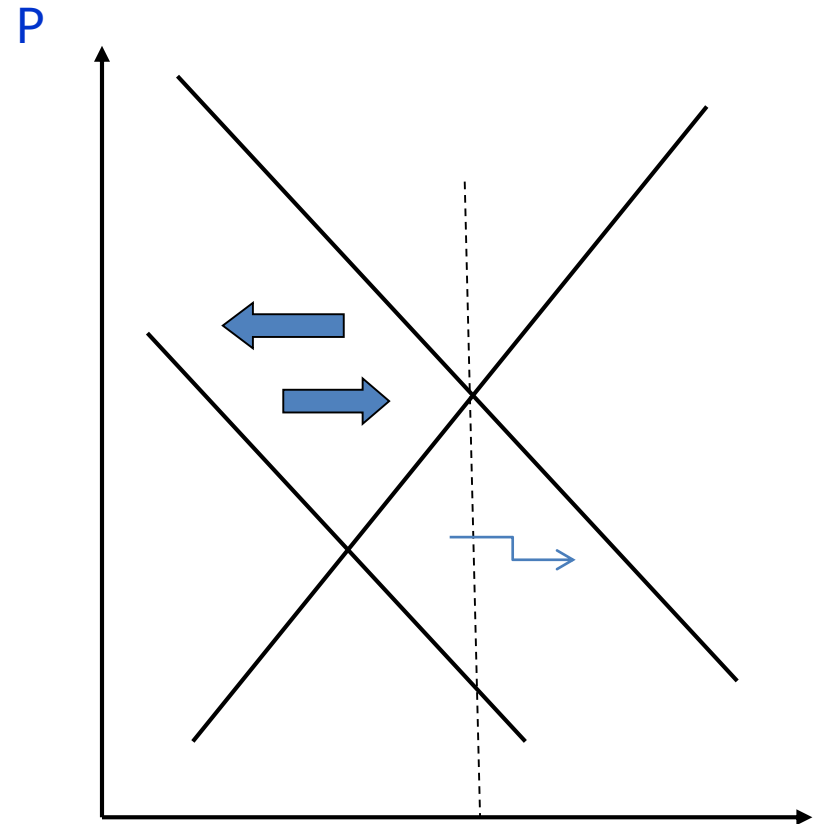
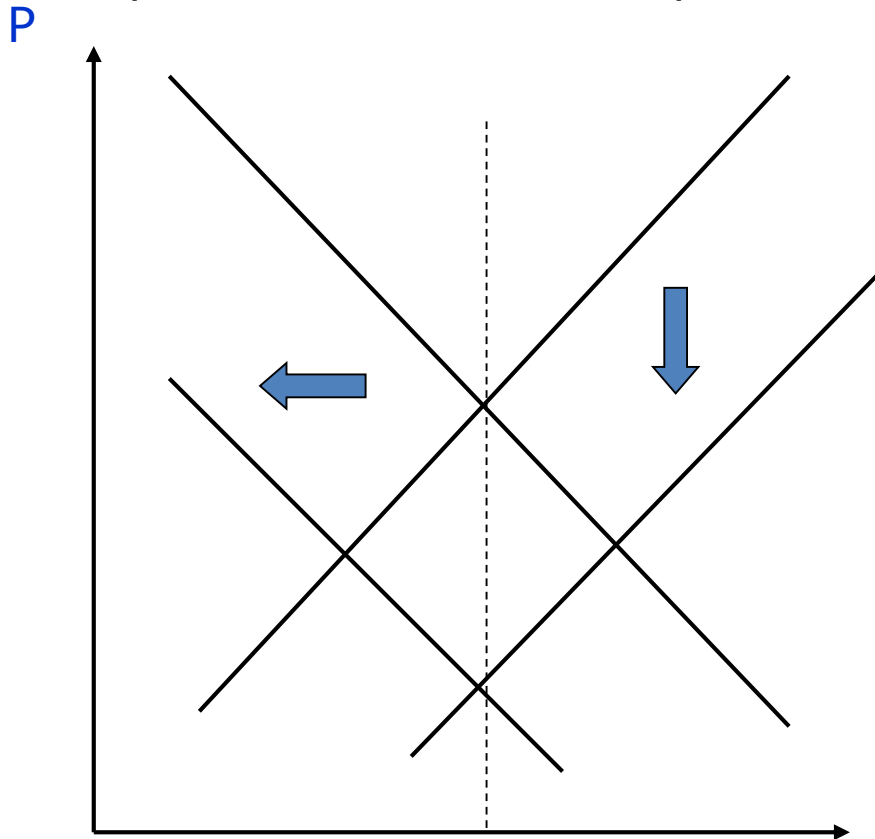
La curva di offerta aggregata si sposterà verso l'alto, facendo aumentare i prezzi e diminuire la produzione. Gli aumenti di prezzo si ripercuoteranno nuovamente nel processo di formazione del salario, inducendo ulteriori movimenti verso l'alto della curva di offerta aggregata. L'equilibrio finale sarà collocato nel nuovo punto F'' (con la produzione Y2).

L'effetto iniziale favorevole della svalutazione tende a scomparire nel tempo.

In altre parole, le svalutazioni nominali provocano soltanto svalutazioni reali temporanee: nel lungo periodo, le variazioni del tasso di cambio nominale non hanno effetti sul tasso di cambio reale di un paese.

L'inefficacia di lungo periodo delle variazioni del tasso di cambio implica che i paesi non abbiano nulla da perdere se dovessero perdere questo strumento

- Svalutazione interna" (cioè riduzione di W e P interni) e politica monetaria espansiva (o deprezzamento) a confronto



- A sx è mostrato il processo di aggiustamento in un'UM a seguito ad uno shock negativo e permanente della domanda in Germania.

Per ristabilire il livello del prodotto iniziale i salari nominali devono scendere, la curva di offerta si sposta verso dx, una volta ristabilito il livello di prodotto iniziale Y_1 , in Germania **diminuiscono anche i salari reali**. Infatti benchè sia i salari reali che i prezzi dei prodotti tedeschi siano diminuiti; il prezzo dei prodotti italiani importati non è diminuito;pertanto il salario reale tedesco è diminuito.

- A dx è mostrato l'aggiustamento della Germania che non aderisce all'UM che fronteggia lo shock deprezzando la moneta, che farà risalire la curva di domanda al livello iniziale.

Per fare ciò, come abbiamo visto prima, è necessario contrastare la pressione al rialzo dei salari nominali, i tedeschi quindi devono accettare la riduzione dei salari reali implicita nell'assestamento al punto iniziale.

In entrambi i casi i tedeschi devono accettare la riduzione del salario reale affinché si ristabilisca la produzione iniziale.

Ma in quale regime sarà possibile tale «accomodamento»?

In conclusione

- La possibilità di mantenere un livello più alto del reddito (cioè l'efficacia di una svalutazione o di una politica monetaria espansiva) dipende dagli effetti salari/prezzi. Cioè i lavoratori devono accettare riduzioni nel w reale per evitare che la AS si sposti verso l'alto.

I lavoratori saranno più propensi ad accettare una riduzione del salario reale dovuta ad effetti di diminuzione dei salari nominali, piuttosto che accettare la riduzione del salario reale causata da un aumento dei prezzi.

Aggiustare l'equilibrio in un'unione monetaria sarebbe più difficile

Impiego di PMN per stabilizzare il ciclo economico a seguito di uno shock

Supponiamo che ci fossero shock del ciclo economico asincroni : boom in G. e recessione in I (e viceversa)

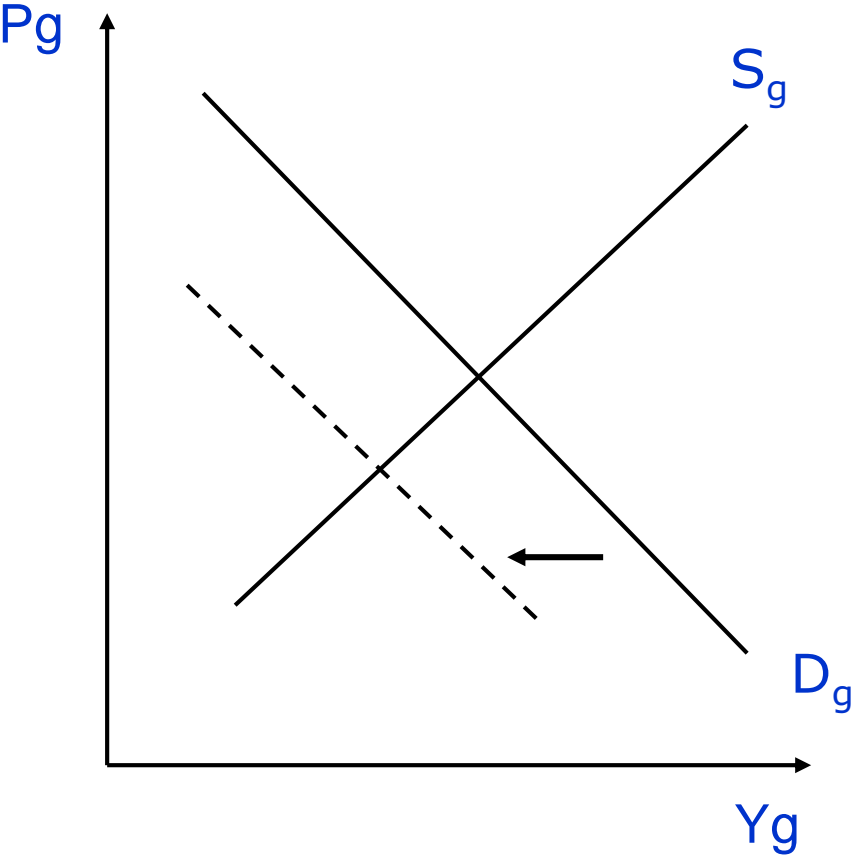
- Cosa accadrebbe?
- In MU la BC è paralizzata:

espansione monetaria aggrava l'inflazione nel paese in boom (e viceversa per la PM restrittiva) (Walter's critique)

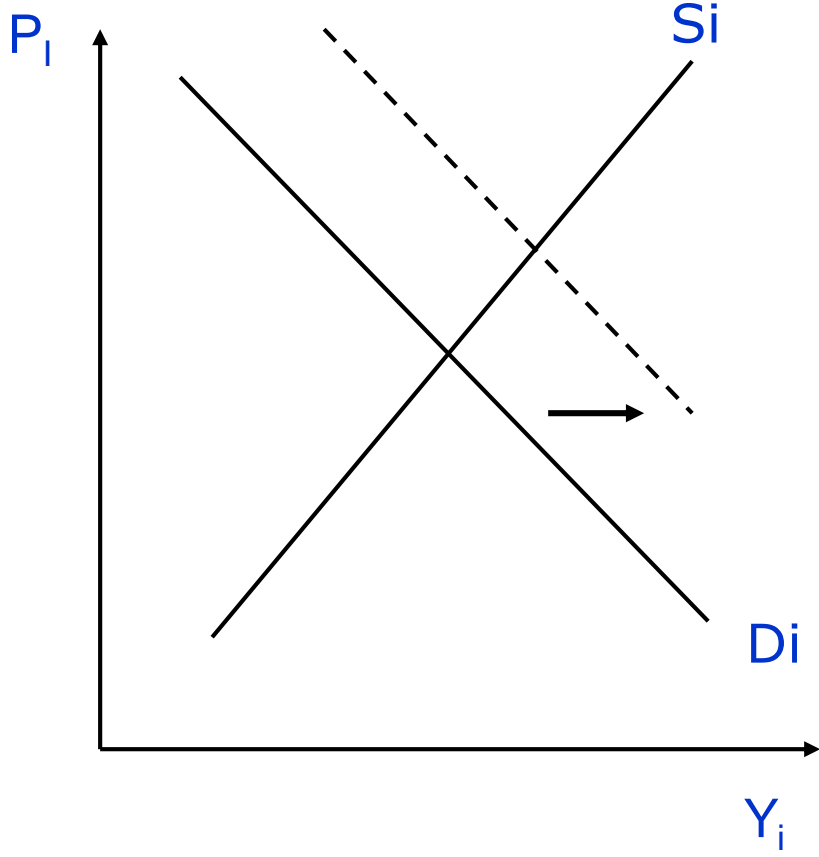
Inoltre, se il paese in recessione lascia operare gli stabilizzatori automatici, può essere soggetto alle solite manovre speculative, che aggravano la recessione. Dunque limitato uso di stabiliz automat.

- Fuori da un'UM ciascuno potrebbe usare la PM più adatta

Germania



Italia



L'uso della svalutazione per correggere diversità nelle preferenze di politica economica

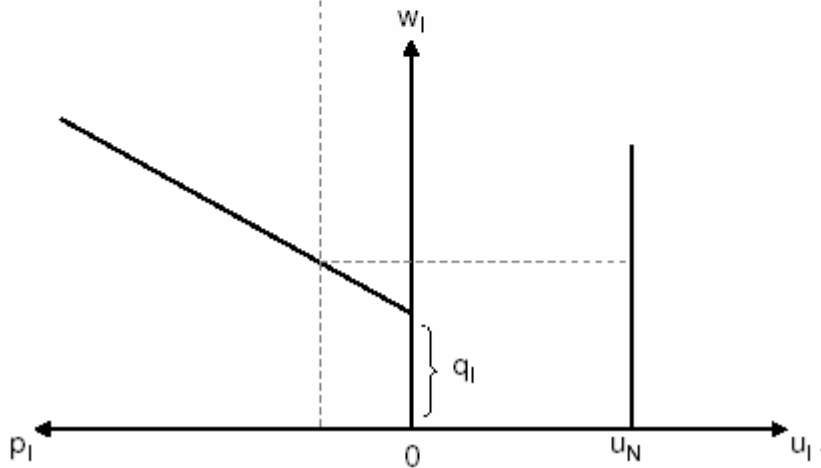
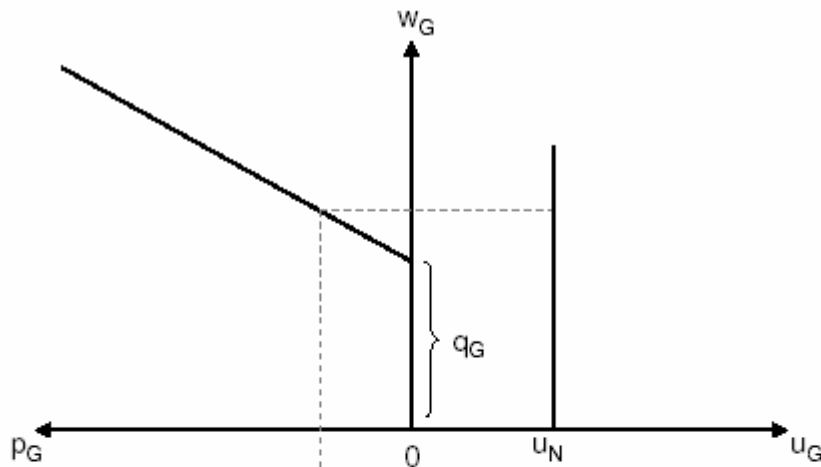
Abbiamo detto che i paesi possono avere diverse preferenze circa la scelta tra inflazione e disoccupazione e che il costo dell'adesione all'unione monetaria sostenuto da un paese consiste nel dover scegliere un livello di disoccupazione (maggiore o minore) e di inflazione (minore o maggiore) diversi da quelli desiderati.

Questa conclusione si regge sull'ipotesi che la curva di Philips sia stabile e che non si sposti al variare delle aspettative sull'inflazione.

La critica monetaristica della curva di Philips ha contestato tale ipotesi e con essa anche l'analisi dei costi di partecipazione a un'unione monetaria.

Il punto centrale della critica monetaristica è che:

un paese che sceglie un tasso di inflazione troppo elevato (ed è perciò costretto a svalutare la propria moneta) scoprirà che la propria curva di Philips si sposta verso l'alto.



Secondo questa interpretazione, la curva di Philips, nel lungo periodo, è una linea verticale come quella rappresentata dal grafico accanto. L'intercetta della curva di Philips verticale di lungo periodo con l'asse delle ascisse è il tasso naturale di disoccupazione (u_N). Nel lungo periodo dunque le autorità possono scegliere qualunque combinazione del tasso di inflazione e del tasso di disoccupazione: quest'ultima grandezza è determinata dal valore del tasso naturale di disoccupazione ed è perciò indipendente dall'inflazione. In altri termini, il fatto che Germania e Italia non possano seguire in un'unione monetaria, politiche monetarie indipendenti non costituisce una perdita per alcuno, dato che una politica monetaria indipendente (e quindi un tasso di inflazione) non può far diminuire il tasso di disoccupazione.

Politica monetaria, incoerenza temporale e credibilità

- **La credibilità influenza l'efficacia delle politiche**
- La letteratura più moderna ha criticato il punto di vista secondo cui il tasso di cambio è uno strumento che i governi hanno a disposizione e che possono utilizzare in modo discrezionale.
- Questa letteratura ha sottolineato come la rinuncia all'indipendenza monetaria non è costosa quando la discrezionalità nella conduzione della politica monetaria è inefficace o addirittura dannosa. *Gli agenti economici seguono strategie ottimizzanti in risposta alle strategie delle autorità, e queste risposte del settore privato hanno una profonda influenza sull'efficacia delle politiche del governo.*
- *In particolare, la reputazione che i governi acquisiscono dal perseguimento di politiche annunciate ha un grande impatto su come queste politiche influenzeranno l'economia.*
- Prima di analizzare questa critica è utile presentare il modello di Barro-Gordon per un'economia chiusa, per poi applicarlo a un'economia aperta e alla scelta dei paesi di entrare a far parte di un'unione monetaria

Il modello di Barro-Gordon: un'interpretazione geometrica

- Consideriamo la tradizionale curva di Phillips aumentata per le aspettative inflazionistiche:

$$u = u_N + \alpha(p^e - p) \text{ dove:}$$

u è il tasso di disoccupazione;

u_N è il tasso naturale di disoccupazione;

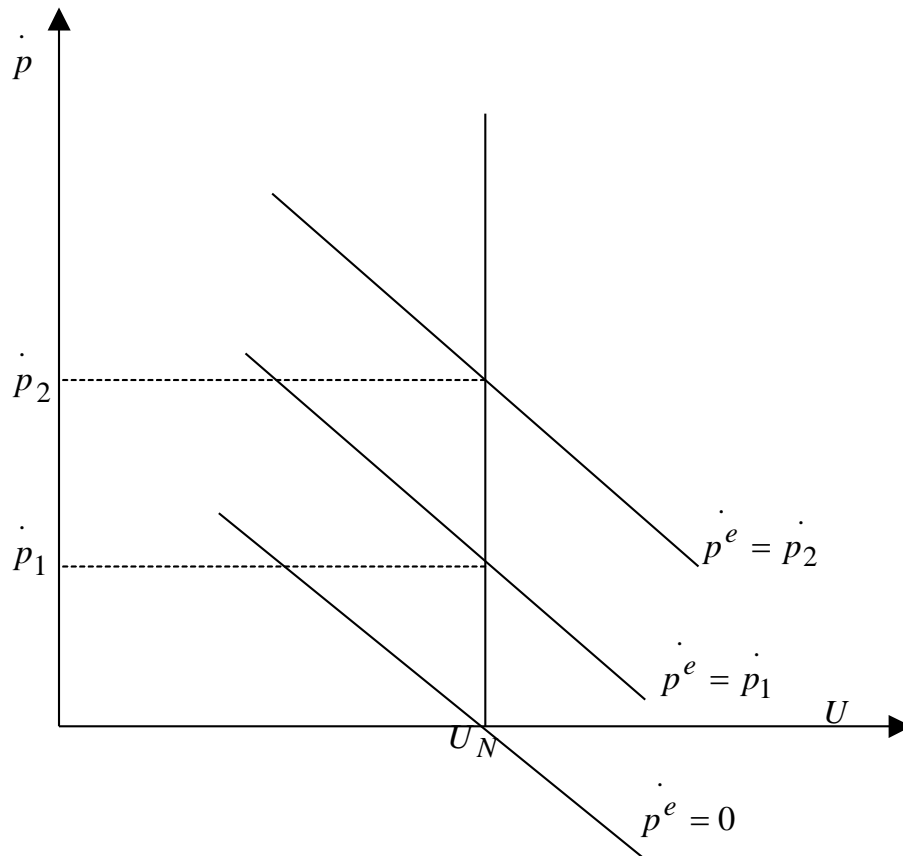
p è il tasso di inflazione osservato;

p^e è il tasso di inflazione atteso.

È intuitivo notare che quando il tasso di inflazione osservato è uguale al tasso di inflazione atteso ($p = p^e$) il tasso di disoccupazione è uguale al tasso naturale di disoccupazione ($u = u_N$). Ciò significa che solo l'inflazione inattesa ($p^e - p$) influenza il tasso di disoccupazione. Così, quando il tasso di inflazione p è maggiore del tasso atteso, la disoccupazione diminuisce rispetto al proprio livello naturale (il risultato di $p^e - p$ è infatti in questo caso negativo e va sottratto al tasso di disoccupazione naturale u_N facendo diventare così il tasso di disoccupazione u inferiore al proprio livello naturale).

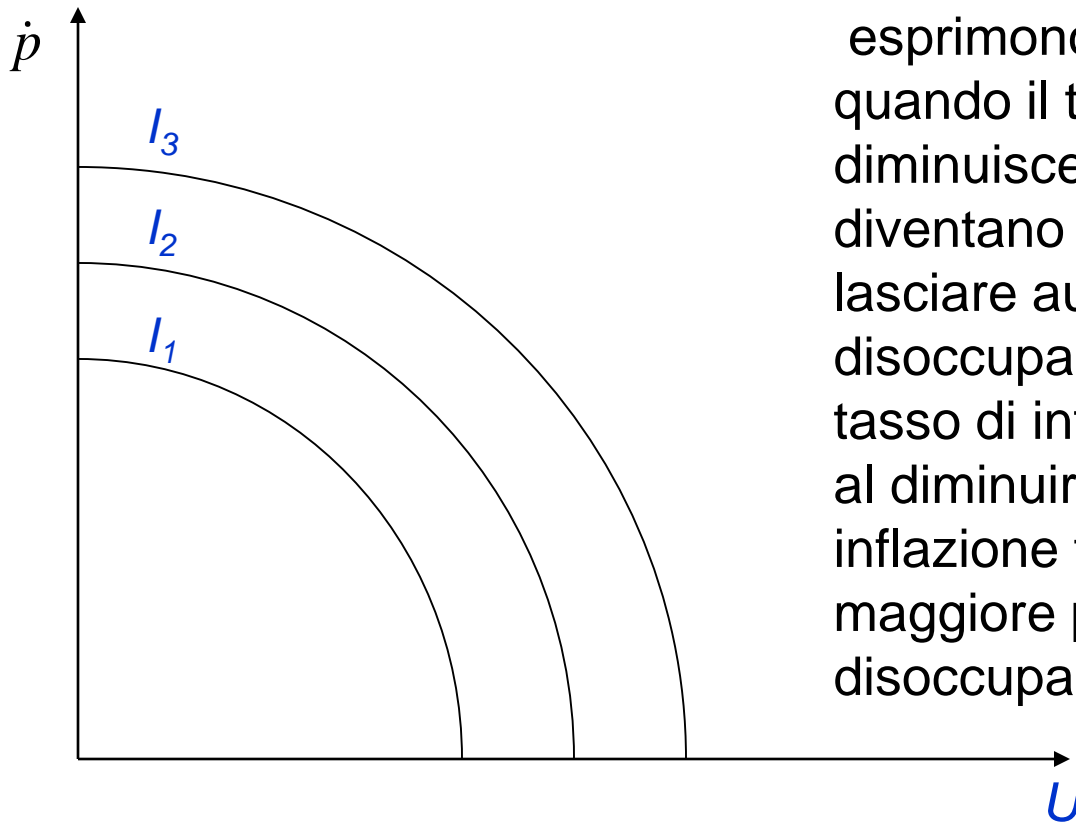
Barro-Gordon model

Figure 2.9 The Phillips curve and natural unemployment

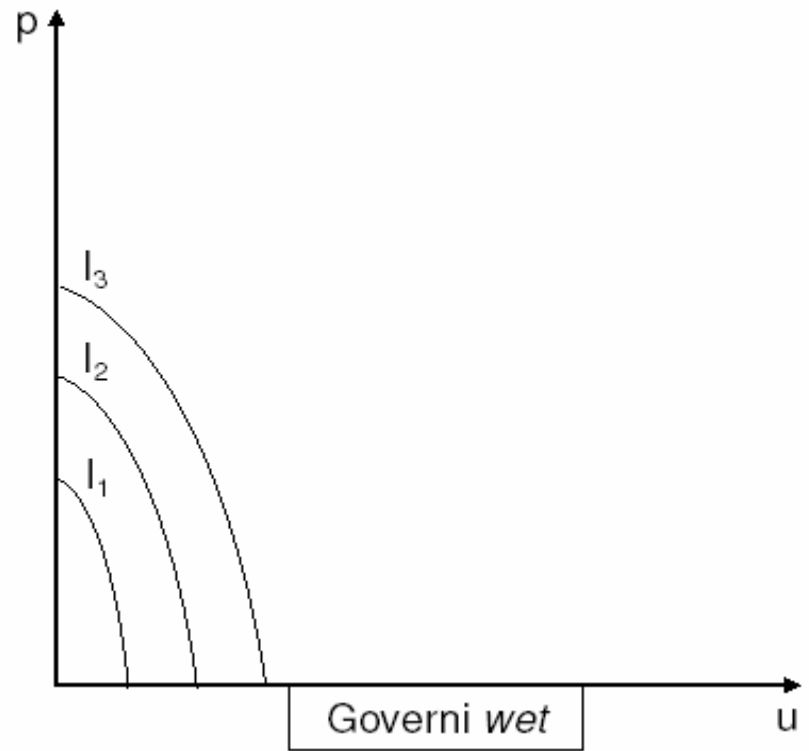
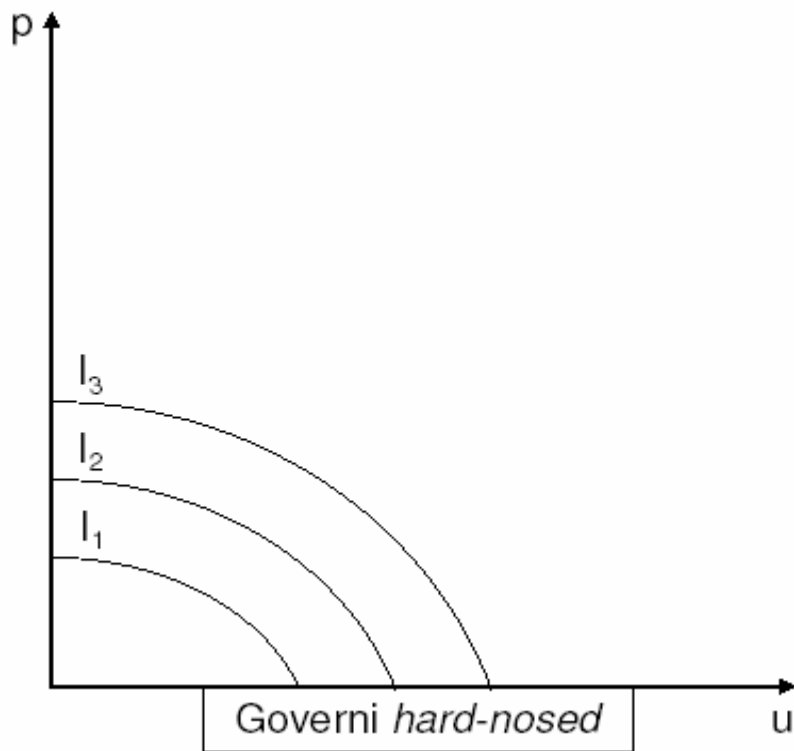


Nel grafico sono rappresentate le curve di Phillips; la retta verticale (con intercetta orizzontale U_n) indica la curva di Phillips di lungo periodo, cioè l'insieme di punti per i quali $p^e = p$ (e quindi $U_n = u$). Questa retta definisce il tasso naturale di disoccupazione U_n che viene anche chiamato NAIRU

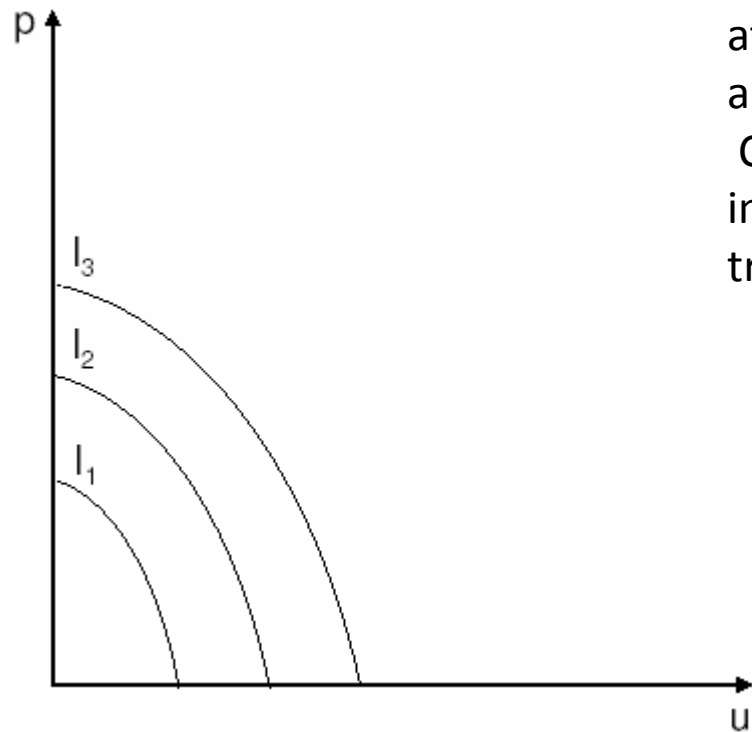
Il secondo passo dell'analisi consiste nell'introdurre le preferenze delle autorità monetarie tra inflazione e disoccupazione



Le curve di indifferenza saranno concave: esprimono l'idea che quando il tasso di inflazione diminuisce, le autorità diventano meno inclini a lasciare aumentare la disoccupazione per ridurre il tasso di inflazione. Le autorità, al diminuire del tasso di inflazione tendono a dare maggiore peso alla disoccupazione

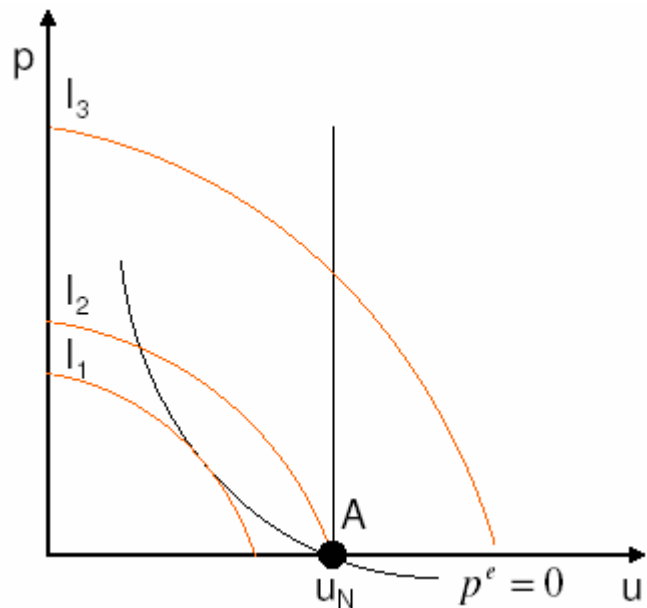


La diversa pendenza delle curve esprime l'importanza relativa che le autorità attribuiscono alla lotta contro l'inflazione o contro la disoccupazione. Autorità molto sensibili al problema della disoccupazione (wet governments) hanno curve di indifferenza molto inclinate (per ridurre il tasso di disoccupazione sono disposte ad accettare maggiore inflazione); autorità molto rigide rispetto al problema dell'inflazione (hard-nosed governments) hanno curve di indifferenza relativamente piatte (sono disposte a lasciare aumentare molto il tasso di disoccupazione per ridurre il tasso di inflazione di un punto percentuale).



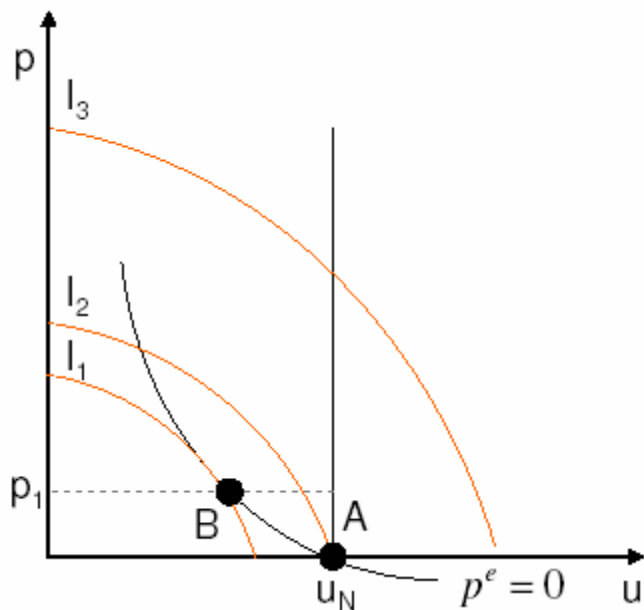
Nel nostro caso, le autorità monetarie attribuiscono importanza sia all'inflazione che alla disoccupazione.

Conoscendo le curve di Phillips e le curve di indifferenza delle autorità, dobbiamo adesso trovare il punto di equilibrio.

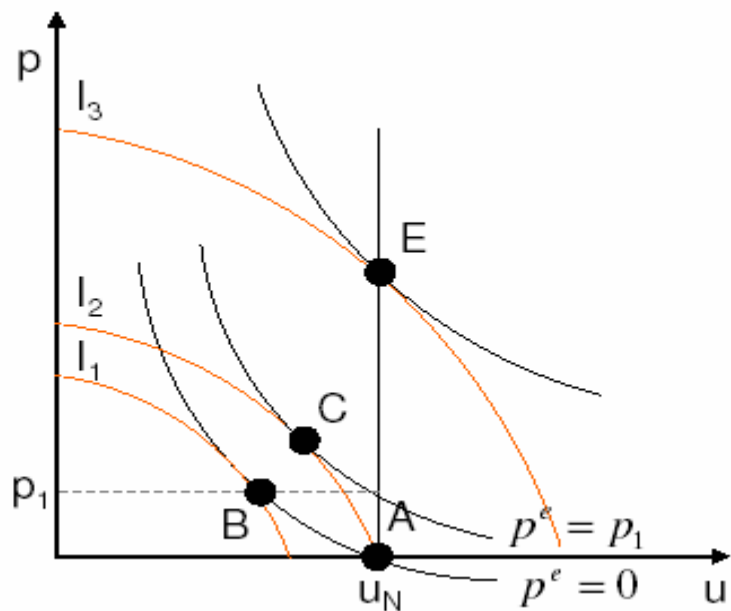


Supponiamo che il governo annunci di seguire una politica monetaria in grado di mantenere il tasso di inflazione uguale a zero e che gli agenti economici credano a questo annuncio: il tasso di inflazione atteso sarà uguale a zero ($= 0 e p$).

Se il governo manterrà questa politica, il punto di equilibrio sarà A .



Il governo ha però un forte incentivo a non mantenere la parola: se non mantenesse la parola data e aumentasse inaspettatamente il tasso di inflazione, potrebbe spostare l'economia nel punto B situato su una curva di indifferenza più bassa (le curve di indifferenza più vicine all'origine sono sempre preferite perché garantiscono una minore perdita di benessere). Supponiamo quindi che il governo ceda a questa tentazione. Gli agenti economici reagiranno aumentando le loro aspettative inflazionistiche e la curva di Phillips di sposterà verso l'alto.



Date queste nuove aspettative sarà ottimale per le autorità spostarsi nel punto C.

Questo processo continuerà fino a quando non si raggiungerà il nuovo punto E che si trova nella curva di Phillips di lungo periodo verticale (dove tutte le aspettative degli agenti sono realizzate). A questo punto le autorità non hanno alcun incentivo a “sorprendere” gli agenti economici con maggiore inflazione poiché un movimento verso l’alto lungo la curva di Phillips che passa nel punto E condurrebbe a una curva di indifferenza collocata più in alto e quindi a una perdita di benessere.

Il punto E è l’equilibrio che si raggiungerebbe in un mondo di aspettative razionali in cui le autorità seguono una politica discrezionale (in cui, cioè, in ogni periodo esse fissano un tasso di inflazione in modo ottimale date le aspettative prevalenti).

La regola di mantenere l’inflazione uguale a zero non ha alcuna credibilità in un mondo di agenti razionali: gli agenti economici si rendono conto che le autorità hanno un incentivo a barare e aggiusteranno le loro aspettative fino ad arrivare al punto in cui le autorità non hanno più incentivi a barare (nel punto E).

Conclusioni

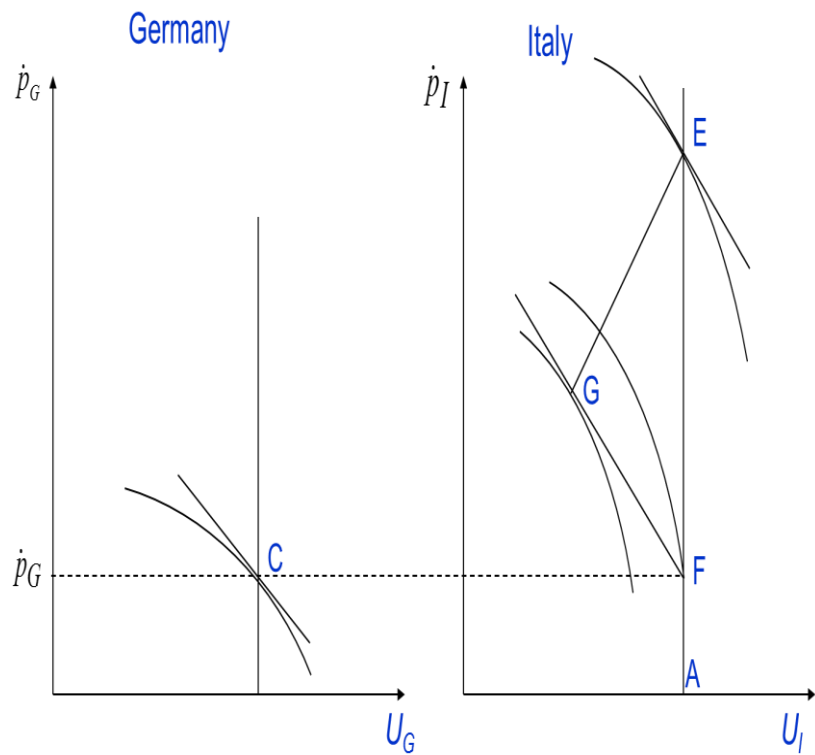
- La politica monetaria è inefficace nel ridurre il tasso di disoccupazione.
- Se le aspettative degli agenti sono razionali, non c'è neppure un effetto nel breve periodo.
- Quanto più un governo «tiene» alla disoccupazione, tanto maggiore sarà l'inflazione

Credibilità

- Supponiamo che un paese ad alta inflazione (I) entri in un rapporto di cambio fisso con un paese a bassa inflazione (G).
- Per mantenere il cambio, I dovrà cercare di mantenere l'inflazione al livello, più basso, del paese G

Il modello B.g. in economia aperta.

Ipotizziamo quindi che ci siano due paesi: Germania (con un governo di tipo *hard-nosed*) e Italia (che ha un tipo di governo *wet Ripide c.i.*).



Supponiamo adesso che l'Italia abbia un tasso di inflazione d'equilibrio più elevato di quello tedesco e la sua moneta dovrà essere deprezzata continuamente.

Per risolvere il problema l'Italia decide di fissare il proprio tasso di cambio rispetto al marco tedesco (di conseguenza anche il suo potere d'acquisto sarà uguale a quello tedesco) raggiungendo un minore tasso di inflazione (il nuovo punto di equilibrio F si trova infatti in una curva di indifferenza più bassa).

Ma una volta giunti nel punto di equilibrio F, le autorità italiane hanno un incentivo a programmare una svalutazione "a sorpresa" della lira.

La svalutazione a sorpresa provoca un aumento inatteso dell'inflazione e permette all'economia di spostarsi verso il punto G. Tuttavia, nel tempo, gli agenti economici aggiusteranno le loro aspettative e il tasso di inflazione di equilibrio finirà per essere lo stesso che si aveva prima di fissare il tasso di cambio.

La conclusione di questo ragionamento è che il semplice fatto di fissare il tasso di cambio non risolve il problema, perché la regola di un tasso di cambio fisso non è più credibile della regola di un tasso di inflazione fisso.

Esiste un'altra manovra che può risolvere il problema italiano dell'elevata inflazione?

L'Italia potrebbe decidere di abolire la propria valuta e di adottare la valuta tedesca raggiungendo la stessa inflazione d'equilibrio della Germania (il punto F.)

Dato che l'Italia non ha più una politica monetaria indipendente, le sue autorità monetarie non esistono più e quindi non possono svalutare la lira (l'Italia "prende a prestito" credibilità dalla Germania).

- L'Italia trarrebbe dunque un notevole guadagno dalla costruzione di un'unione monetaria con la Germania (senza alcuna perdita di benessere per la Germania). Ne deriva che un'unione monetaria può produrre soltanto dei vantaggi.
- Il modello Barro-Gordon dimostra inoltre che *una svalutazione non è, come nell'analisi di Mundell, uno strumento flessibile che può essere usato frequentemente: una volta impiegata, essa influenza la possibilità di un suo uso futuro perché provoca marcati effetti sulle aspettative.*
- *Si tratta quindi di uno strumento pericoloso che può danneggiare chi lo impiega: ogni volta che i politici utilizzeranno questo strumento dovranno confrontare i vantaggi di oggi con i costi di domani, cioè col fatto che sarà più difficile utilizzare efficacemente questo strumento in futuro.*