Capitolo quinto

L'organizzazione monetaria internazionale e l'Europa

1. *Cambi fissi e cooperazione monetaria internazionale: la nascita del Fondo monetario internazionale (FMI)*

Durante la seconda guerra mondiale le opinioni degli alleati occidentali convergevano su un punto: alla fine del conflitto non si sarebbe dovuti tornare al sistema di cambi flessibili. Negli anni trenta infatti, in un periodo di acceso nazionalismo economico, un sistema di questo genere aveva permesso l'adozione di politiche di *beggar-my-neighbour* (politiche volte ad aumentare la produzione e l'occupazione in una nazione a spese di un'altra nazione) e alimentato la conflittualità internazionale[1]. Si doveva introdurre e mantenere la convertibilità delle monete in un regime di cambi fissi e creare istituzioni internazionali alle quali avrebbero partecipato tutti i paesi.

Già dal 1942 americani e inglesi avevano cominciato a delineare i piani che avrebbero dato vita a un nuovo sistema monetario internazionale in grado di ripristinare un regime di cambi fissi e introdurre meccanismi cooperativi di controllo della liquidità internazionale[2]. Quasi contemporaneamente, nella primavera del 1943, vennero inviati ai ministri delle Finanze delle Nazioni Unite i piani di John Maynard Keynes relativo a un'«Unione internazionale di *clearing*» e quello di Harry Dexter White, segretario del Tesoro americano, riguardante un «Fondo internazionale di stabilizzazione». Nel settembre del 1943 la missione di esperti finanziari inglesi giunse a Washington; ne seguì un periodo di intense discussioni bilaterali che durò circa un anno.

I due piani elaborati da Keynes e da White avevano lo stesso scopo: porre in essere un meccanismo in grado di risolvere i problemi monetari internazionali che si sarebbero presentati alla fine del conflitto. Il più impellente, per entrambi di na-

tura essenzialmente tecnica, era trovare il modo per aiutare le singole nazioni a saldare i deficit risultanti dalle loro relazioni commerciali con l'estero. Inglesi e americani concordavano sul fatto che il principale problema finanziario che le nazioni avrebbero dovuto risolvere nel dopoguerra sarebbe stato rappresentato da una bilancia dei pagamenti nettamente deficitaria. L'inevitabile difficoltà nel procacciarsi i mezzi di pagamento necessari per saldare tale debito avrebbe costretto molti paesi a imporre restrizioni sugli acquisti dall'estero nel tentativo di ristabilire il pareggio della bilancia dei pagamenti. C'era quindi il rischio di innescare un nuovo circolo vizioso di restrizioni al commercio internazionale, quando era invece necessario rimuovere le esistenti restrizioni e ostacoli agli scambi e alle transazioni finanziarie. Bisognava quindi creare un meccanismo cooperativo globale con il quale di volta in volta ristabilire le condizioni di equilibrio tra le singole economie nazionali[3].

Le differenze strutturali tra i due piani stavano nelle diverse modalità di funzionamento previste[4]. Il piano Keynes proponeva la creazione di una banca centrale sovranazionale che avrebbe emesso una nuova moneta internazionale: il *bancor*; attraverso l'emissione di tale moneta si sarebbero compensati i deficit di bilancia dei pagamenti dei paesi membri. Le modalità di creazione di liquidità internazionale ideate da Keynes erano estremamente innovative e andavano molto oltre le esigenze contingenti e per molti versi anticipavano lo schema alla base dei diritti speciali di prelievo (DSP) introdotto nel 1969 dal primo emendamento apportato allo Statuto del Fondo monetario internazionale[5]. Il progetto di Keynes avrebbe portato a un «vero e proprio governo mondiale dei flussi finanziari, con un tentativo di eliminare alla radice gli squilibri nelle bilance dei pagamenti attraverso un monitoraggio centralizzato che introduceva disincentivi sia per i paesi in deficit che per quelli in surplus»[6].

Il piano di White affidava invece a un Fondo di stabilizzazione il compito di concedere crediti ai paesi con bilancia dei pagamenti in disavanzo, valutando la compatibilità della politica economica dei richiedenti. Il piano White, con la sua richiesta di determinare e concordare col Fondo la parità della propria moneta espressa in oro o dollari, introduceva un sistema a cambio aureo[7].

La Conferenza monetaria e finanziaria internazionale delle Nazioni Unite, che ebbe inizio a Bretton Woods il 1° luglio

1944, partorirà una sorta di compromesso fra il piano di Keynes e quello di White, dando origine a due istituzioni: il Fondo monetario internazionale (FMI) e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS), denominata in seguito Banca Mondiale[8]. La BIRS non si trasformò nella *clearing union* ideata da Keynes, che avrebbe dovuto diventare la banca centrale del mondo, ma divenne una banca di sviluppo per i paesi membri più arretrati con lo scopo «di promuovere gli investimenti internazionali a lungo termine destinati allo sviluppo delle risorse produttive».

Per quanto riguarda il Fondo monetario, l'accordo istitutivo ricalcava da vicino il progetto di White; le differenze fra i due piani vennero in pratica risolte a favore del progetto americano. Per appartenere al Fondo e utilizzare le sue risorse, i membri si dovevano impegnare a esprimere la parità delle loro monete in oro o in dollari sulla base del loro valore al 1° luglio 1944 (35 dollari per oncia d'oro, ovvero 0,88867086 grammi di oro per dollaro). Oltre a ciò, si stabiliva che i tassi massimi e minimi da applicarsi a operazioni in cambi fra le divise dei membri non differissero dalla parità di oltre l'1% e che nessun membro potesse modificare la propria parità monetaria, se non per correggere uno squilibrio fondamentale (solo su proposta del membro e solo dopo consultazione con il Fondo)[9]. Si gettarono le basi per la creazione di un sistema di cambi fissi, ma aggiustabili, con una banda di oscillazione del ± 1% intorno alla parità. La difesa delle parità bilaterali, definite e note, era affidata alle autorità monetarie degli stati membri, le quali dovevano intervenire per acquistare o vendere la propria valuta tutte le volte che la sua quotazione si discostava dal margine consentito.

L'applicazione di questo sistema doveva quindi tradursi in un meccanismo monetario quasi automatico, regolato dalla banca centrale di ciascun paese, che entrava in funzione quando il tasso di cambio raggiungeva i limiti della banda di oscillazione (± 1%). Non appena il tasso di cambio raggiungeva il limite superiore o inferiore la banca centrale doveva, a seconda, vendere o acquistare dollari: ciò evitava che il prezzo del dollaro superasse i limiti prestabiliti dall'accordo istitutivo. Nel caso dell'Italia, la parità era stata fissata a 625 lire per dollaro e quindi la banca centrale doveva vendere dollari qualora il cambio avesse raggiunto valori prossimi a 629,50

lire e acquistarli nel caso che il cambio si fosse avvicinato a 620,50 lire[10].

Se questo meccanismo monetario semiautomatico non fosse stato sufficiente, i paesi in gravi difficoltà valutarie potevano richiedere al FMI di accedere alle riserve – i diritti di prelievo (*drawing rights*) – presso un fondo creato con i contributi obbligatori degli stati membri (detti anche quote). Il Fondo poteva quindi intervenire per sostenere le monete nazionali in difficoltà attraverso tali strumenti creditizi, che avevano lo scopo di aiutare i paesi membri a superare crisi transitorie, dando la possibilità di predisporre interventi sostanziali di politica economica e scoraggiando l'eccesso di speculazione. L'ammontare che si poteva ricevere in diritti di prelievo era limitato quantitativamente: era possibile ricevere fino al 125% della quota versata inizialmente al Fondo in un periodo di 5 anni. Oltre il primo 25% in un singolo anno era necessaria l'approvazione da parte del Fondo (il quale poteva imporre condizioni aggiuntive, elevare i tassi di interesse, subordinare la concessione a impegni precisi)[11].

Oggi come allora, nel concedere un prestito superiore al 25% della propria quota, il FMI si accerta che il paese in questione inizi quella serie di riforme atte a sradicare l'origine delle difficoltà di pagamento. Insieme alla richiesta di prestiti, i potenziali fruitori presentano al FMI un piano di riforme, le quali di solito impegnano il paese a svalutare, incoraggiare le esportazioni e ridurre la spesa. Le linee della riforma vengono prescelte dal paese, non dal Fondo, ma a seconda dell'ammontare richiesto, sono i direttori esecutivi che giudicano se le misure prescelte sono sufficienti e se il Fondo può ragionevolmente attendersi di essere ripagato. Se i direttori esecutivi si dicono soddisfatti del programma di riforme, il prestito viene concesso in versamenti nell'arco di tre anni legati alla realizzazione delle riforme.

Il Fondo monetario internazionale è stato attaccato da diverse parti e accusato di «vampirismo finanziario». Questo per tre ragioni principali: *a*) spesso i nuovi crediti che affluiscono ai paesi che ne hanno necessità servono a pagare gli interessi dei vecchi, dando origine a crisi per indebitamento di difficile soluzione e a controverse operazioni di riscadenzamento; *b*) il FMI propone a tutti i paesi coinvolti una rigorosa politica di bilancio e una contrazione della politica monetaria per lottare

contro l'inflazione, ma questa strategia tradizionale invece di aiutare il paese ad uscire dalla crisi può rafforzare il rischio di una recessione; *c*) infine, si è accusato il Fondo di voler «assicurare in anticipo gli investitori che i loro investimenti saranno rimborsati nell'eventualità di bancarotta sui mercati a rischio». Nel caso delle crisi avvenute in Estremo Oriente alla fine degli anni novanta, le somme prestate dal Fondo monetario sono andate così «a finire nelle tasche dei creditori di questi paesi e non in quelle dei paesi stessi»[12]. Si tratta del cosiddetto problema del rischio morale, che si presenta quando gli attori dei mercati includono nelle loro valutazioni la convinzione che il Fondo sosterrà, in caso di necessità, le economie minacciate svolgendo il ruolo di prestatore di ultima istanza. Questo ruolo ha garantito l'esposizione delle banche occidentali coinvolte e potrebbe incentivare, secondo alcuni, una politica di crediti troppo rischiosa[13].

Nel 2005 i cinque paesi più esposti nei confronti del FMI erano Brasile, Turchia, Argentina, Indonesia e Uruguay. La Turchia ha un debito di 21 miliardi di dollari, di cui 6 concessi per il triennio 2005-08 in virtù della buona performance economica (un tasso di crescita sull'8%, l'inflazione scesa da due ad una cifra) e, come segnalato esplicitamente nei rapporti del Fondo, in virtù del fatto che l'Unione Europea sta negoziando con il paese la possibilità di una futura accessione. Una delle riforme caldeggiate dal Fondo in Turchia è quella fiscale al fine di aumentare il gettito, eliminare le esenzioni e semplificare il sistema.

Quanto alla leadership decisionale, nel Fondo monetario internazionale, dalla sua fondazione, vige il principio: «chi paga, decide». Il diritto di voto dei membri è infatti strettamente legato all'entità della quota versata e attualmente la quota maggioritaria è detenuta dagli Stati Uniti (tab. 5.1).

È lo stesso FMI che, attraverso un'analisi della ricchezza di ciascun paese e dell'andamento economico, decide l'ammontare della quota che il paese membro dovrà contribuire. Più il paese è ricco, più elevata sarà la sua quota. Le quote vengono riviste ogni 5 anni e possono essere elevate o abbassate a seconda delle necessità del Fondo e della prosperità del paese membro. Nel 1945 gli allora 35 membri del FMI versarono 7,6 miliardi di dollari in quote a disposizione del Fondo, mentre oggi le quote ammontano a 308 miliardi di dollari. Gli Stati Uniti, la

TAB. 5.1. *Le quote detenute dai membri più ricchi del FMI (sopra il 2%), dati 2006*

Stati Uniti	17,08
Germania	5,99
Giappone	6,13
Francia	4,95
Gran Bretagna	4,95
Italia	3,25
Arabia Saudita	3,22
Canada	2,94
Cina	2,94
Federazione russa	2,74
Olanda	2,38
Belgio	2,13

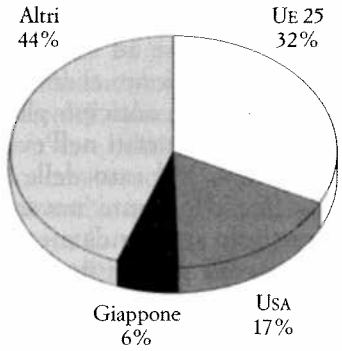

FIG. 5.1. Le quote del FMI nel 2006.

più grande forza economica mondiale, contribuiscono con la somma più elevata, circa 37 miliardi di dollari (il 17% delle quote totali) e detengono un potere di voto pari a 371.743 voti (circa il 17% del totale).

Tuttavia, se l'Europa a 25 fosse un'entità politica federale le quote a lei spettanti arriverebbero al 32% (fig. 5.1), facendo della UE l'attore principale con preponderanti conseguenze anche sul piano della politica economica internazionale del Fondo.

2. *Apogeo e crollo di Bretton Woods*

Tra i paesi che decisero di entrare a far parte del FMI vennero così istituiti tassi di cambio fissi, ma aggiustabili, sostenibili in caso di difficoltà grazie alla cooperazione fra banche centrali e all'accesso alle riserve del Fondo, e modificabili solo in presenza di squilibri fondamentali della bilancia dei pagamenti. Il dollaro assunse la funzione di tallone essendo convertibile in oro. Attraverso questo ingegnoso doppio sistema di convertibilità, noto anche come «sistema monetario a cambio aureo» o *gold exchange standard*, il dollaro venne posto al centro del sistema e divenne un mezzo di pagamento internazionale e uno strumento di riserva. Tale sistema si fondava su un complesso di controlli e vincoli reciproci. I paesi aderenti si impegnavano a convertire le loro divise in dollari a un prezzo prefissato, legando così le loro monete ai destini del dollaro. In compenso, il diritto di convertire i dollari in loro possesso in oro a un prezzo fisso concedeva a tali paesi (almeno in teoria) un potere considerevole sulle autorità monetarie statunitensi. Infatti se queste ultime avessero emesso troppi dollari, creando così inflazione, gli altri paesi avrebbero potuto convertire i loro dollari in oro. La minaccia connessa alla possibilità di adottare questo tipo di contromisure non fu però sufficiente (mancava infatti di credibilità) per rendere disciplinate le autorità monetarie americane. In pratica, come vedremo, di fronte allo stato di debolezza del dollaro tutte le banche centrali dei paesi membri del Fondo monetario intervenivano sul mercato acquistando i dollari necessari per impedire l'apprezzamento delle proprie valute e quindi la caduta della quotazione del dollaro. Ogni paese quindi si trovò a dover sostenere sia il proprio tasso di cambio che quello del dollaro. Gli Stati Uniti in questo modo furono in grado di finanziare gli squilibri della loro bilancia dei pagamenti mediante l'emissione di dollari.

Perché non si tornò semplicemente al *gold standard* invece di elaborare un sistema di convertibilità così elaborato? La prima ragione sta nel fatto che la distribuzione di oro fra paesi era disomogenea. Dopo la seconda guerra mondiale circa il 70% di tutto l'oro detenuto dalle autorità monetarie del mondo era nelle mani degli Stati Uniti: un sistema credibile di convertibilità in oro delle monete avrebbe richiesto una massiccia redistribuzione dello stock di oro. In secondo luogo si riteneva che la quantità di oro esistente sarebbe stata insufficiente a sostenere la crescente domanda di liquidità internazionale. Un sistema a doppia convertibilità rappresentava un modo di risparmiare oro: la divisa al centro del sistema sarebbe stata convertibile in oro e le altre nella divisa centrale[14].

Ci vollero 15 anni (1944-59) perché Bretton Woods trovasse piena applicazione, in quanto la situazione monetaria europea all'indomani della guerra aveva reso difficile attuare i principi contenuti nello Statuto del Fondo monetario. Fino al 1959 la maggior parte delle monete dei paesi industrializzati rimase inconvertibile: i residenti di questi paesi non potevano cioè acquistare liberamente valute estere. Uno dei motivi principali alla base di questo fatto fu che si rivelarono fallimentari i tentativi fatti dalla sterlina di tornare alla convertibilità. Nell'ambito di un accordo con gli Stati Uniti, in cui questi ultimi concedevano un prestito di 3,7 miliardi di dollari, le autorità della Gran Bretagna provarono nel 1947 a

rendere la sterlina convertibile a un prezzo fissato. In breve tempo, tuttavia, si sviluppò una crisi speculativa che costrinse le autorità governative a intervenire sul mercato dei cambi. Nel giro di poche settimane, le riserve internazionali della Gran Bretagna diminuirono di due terzi. Era chiaro che gli speculatori non avevano abbastanza fiducia nella possibilità che la Gran Bretagna potesse mantenere la sterlina al tasso fisso annunciato contro il dollaro. Dopo questo breve esperimento si tornò all'inconvertibilità della sterlina[15].

Questo primo fallimento convinse anche le autorità degli altri paesi europei che le loro economie non erano pronte alla convertibilità. Fino al 1959, quindi, le autorità monetarie applicarono solo un aspetto di Bretton Woods: garantirono un prezzo fissato al quale comprare e vendere valute estere, ma non permisero agli agenti economici di effettuare liberamente queste transazioni.

Come abbiamo già visto, l'Europa, in questi anni, riuscì a superare il problema dell'inconvertibilità delle monete, che costringeva inevitabilmente a un tipo di commercio bilaterale molto simile al baratto, solo grazie all'istituzione della UEP. Questo sistema rimosse le inefficienze più gravi del sistema di pagamenti bilaterali e fornì le basi per la ripresa dei paesi europei. Il passo successivo verso la convertibilità in dollari fu compiuto solo quando, alla fine del 1958, il sensibile miglioramento della posizione finanziaria dei principali paesi europei permise, di lì a poco, l'entrata in vigore degli accordi del Fondo monetario. La convertibilità in dollari di una moneta assicurava che essa fosse anche convertibile in tutte le altre valute (convertibili in dollari). Il valore di tutte le monete veniva così espresso in termini di parità bilaterali definite e note: tale sistema permetteva di trarre profitto *de facto* dalla diffusione di un'unica moneta in tutto il mondo. Poiché ai residenti di un paese si garantiva la libera convertibilità della loro moneta nelle altre valute secondo uno schema di prezzi prestabiliti, essi potevano considerare le divise estere come estensione della propria moneta.

Se il sistema avesse funzionato come previsto, il mondo si sarebbe avvicinato alla situazione ideale in cui esiste una sola moneta mondiale. Tale situazione sarebbe stata caratterizzata da stabilità monetaria e stabilità dei pagamenti internazionali, avrebbe facilitato gli scambi e lo sviluppo internazionale.

Ciò nonostante, erano presenti sin dall'inizio due fattori di rigidità che in pochi anni ne causarono il crollo: il primo era costituito proprio dal rapporto fisso oro/dollaro, fissato in 35 dollari l'oncia. Pur non essendo previsto negli accordi il divieto di svalutazione del dollaro rispetto all'oro, i governanti americani ne fecero un punto d'onore, ma quando negli anni sessanta l'aumento del prezzo di produzione dell'oro e l'inflazione statunitense raggiunsero livelli elevati, tale rapporto cominciò a diventare anacronistico, mentre si andavano intensificando le pressioni sul dollaro.

Il secondo fattore di rigidità, contro l'ipotesi iniziale del FMI, derivava dal fatto che non furono i «diritti di prelievo», ma il dollaro che finì per assumersi la funzione di moneta di riserva. I diritti di prelievo si dimostrarono presto insufficienti a coprire le esigenze di finanziamento internazionale e negli anni successivi, i dollari costituiranno la forma alternativa di finanziamento del sistema dei pagamenti internazionali. I dollari provenienti dal deficit della bilancia dei pagamenti americana divennero ben presto la maggior fonte di liquidità internazionale, il mezzo finanziario per eccellenza sul mercato mondiale. Essendo questi dollari convertibili presso la Federal Reserve, gli Stati Uniti avrebbero dovuto accrescere le riserve in oro in misura proporzionale alla fuoriuscita di dollari, ma i 35 dollari l'oncia erano diventati una remunerazione insufficiente per le miniere di produzione[16].

Il sistema di Bretton Woods crollò nel 1971 perché l'impegno alla convertibilità (a un prezzo stabilito) non era più credibile. Il dollaro, chiamato a svolgere le funzioni di standard internazionale, si trovò sottoposto a due esigenze contrapposte dovendo da un lato fornire liquidità al sistema e dall'altro mantenere intatto il rapporto fiduciario che lo rendeva accetto come moneta internazionale. L'offerta di liquidità al sistema era strettamente legata alla politica economica adottata dagli Stati Uniti, piuttosto che alle esigenze del sistema internazionale, e nel corso degli anni sessanta si materializzò un problema di eccesso di offerta di dollari all'estero a causa del continuo deteriorarsi della bilancia dei pagamenti americana. Questa situazione determinò un'alterazione fra riserve ufficiali e dollari circolanti che si rifletteva necessariamente sul mercato dell'oro facendone lievitare la domanda. Il valore del dollaro fissato dagli articoli del Fondo non trovava ormai alcun riscontro reale e la

difesa della sua parità ricadeva in gran parte sui paesi europei e poneva a carico delle rispettive autorità monetarie l'onere di intervenire sul mercato attraverso l'acquisto di dollari[17].

Inoltre, le aspettative di rivalutazione (come nel caso del marco nel 1961 e 1969) così come quelle di svalutazione (come nel caso della sterlina nel 1967) provocavano ingenti movimenti di capitali di carattere speculativo, tali da rendere inevitabile la modifica del cambio. Quando nel 1967 la Gran Bretagna fu costretta a svalutare sotto l'urto della speculazione, si dimostrò concretamente che gli speculatori potevano imporre una variazione della parità, e quindi realizzare notevoli guadagni, riacquistando a un prezzo inferiore le sterline che avevano venduto prima della svalutazione.

Di fronte a questo afflusso incondizionato di dollari e ai suoi effetti destabilizzanti, si presentavano due alternative, o i paesi europei effettuavano una massiccia richiesta di conversione delle loro riserve di dollari in oro, oppure lasciavano fluttuare la propria valuta, rinunciando a sostenere ulteriormente la moneta americana. L'unico paese europeo a consentire l'attuazione della prima alternativa fu la Francia di de Gaulle nel 1967[18], quattro anni dopo (maggio 1971) la Germania e l'Olanda misero in atto la seconda, lasciando che le loro valute si apprezzassero.

D'altra parte, come già da alcuni anni aveva evidenziato il famoso «dilemma di Triffin», il deficit della bilancia dei pagamenti statunitense era necessario per soddisfare l'aumento della domanda di riserve in dollari: se ciò non fosse avvenuto, la crescita del commercio e dell'attività economica internazionale sarebbero state stroncate, condannando in tal modo alla deflazione l'intera economia mondiale. Naturalmente, anche il disavanzo persistente degli Stati Uniti avrebbe portato prima o poi il sistema al collasso[19].

Il sistema monetario internazionale dipendeva per la formazione di liquidità internazionale prima dall'offerta di oro di nuova produzione e successivamente dall'offerta di dollari proveniente dal disavanzo esterno degli Stati Uniti (tra il 1970 e il 1973 tale disavanzo fornì circa il 51% della liquidità internazionale); i tentativi di riformare questo sistema si risolsero in un nulla di fatto. Anche l'introduzione nel sistema monetario internazionale dei diritti speciali di prelievo (DSP) nel 1969 quale strumento di riserva immaginario del FMI si rivelò un

espediente inefficace e la creazione di liquidità internazionale continuò a dipendere dall'offerta di dollari[20].

L'organizzazione scaturita dagli accordi di Bretton Woods mancava in definitiva di un meccanismo di creazione di liquidità che non si basasse in prevalenza sull'aumento delle passività del paese a valuta di riserva, cioè degli Stati Uniti. L'elemento di maggior fragilità del sistema risiedeva quindi nel legame perverso che esisteva fra la creazione di mezzi aggiuntivi di pagamento e i continui peggioramenti della bilancia dei pagamenti americana.

L'aggravarsi del deficit della bilancia dei pagamenti statunitense (anche a causa del coinvolgimento nella guerra del Vietnam nella prima metà degli anni sessanta) causò una perdita di fiducia nel dollaro da parte degli stessi investitori americani, i quali convertirono i loro dollari in oro, come permetteva il sistema, con la conseguenza che lo stock di metallo prezioso della Federal Reserve degli Stati Uniti si ridusse da 23 miliardi di dollari nel 1958 a 10 miliardi nel 1968[21]. Per fronteggiare questo deflusso, nel marzo del 1968 il presidente Lyndon Johnson istituì un doppio mercato dell'oro: quello ufficiale dove erano ammesse solo transazioni fra banche centrali e dove il dollaro manteneva la sua parità prefissata con l'oro a 35 dollari l'oncia e quello libero, che avrebbe regolato tutte le transazioni restanti, dove il prezzo del dollaro veniva fissato in base al rapporto fra domanda e offerta.

Il relativo disinteresse della successiva amministrazione Nixon (gennaio 1969) nei confronti dell'indebolimento del dollaro suscitò ben presto l'impressione che gli Stati Uniti stessero perseguendo una politica di «benevola negligenza» (*benign neglect*) verso le proprie responsabilità finanziarie internazionali, lasciando che il disavanzo della bilancia dei pagamenti crescesse senza che si effettuassero interventi convincenti per correggere la situazione[22]. D'altra parte, i paesi europei in anni di boom delle esportazioni davano scarsa importanza al fatto che in cambio dei prodotti esportati ricevevano biglietti che esprimevano in realtà un debito del Tesoro statunitense. Come è stato osservato, non sarebbe accaduto nulla di grave se i diversi paesi avessero continuato a favorire la propria crescita e l'aumento della propria competitività, senza preoccuparsi del fatto che in tal modo finanziavano il deficit degli Stati Uniti. Tuttavia, le condizioni di fiducia che incidono sulla disponibilità

a conservare riserve in dollari cominciarono a venire meno, minate dal progressivo quanto inesorabile deterioramento della bilancia commerciale statunitense, frutto della ridotta capacità competitiva delle merci americane e delle pressioni inflazionistiche cui tale deterioramento dava luogo[23]. La perdita di competitività degli Stati Uniti sul mercato internazionale aveva avuto inizio nei primi anni sessanta e la costante intensificazione delle pressioni competitive da parte di Giappone ed Europa aveva portato a sopravvalutare il dollaro in maniera crescente. Il sistema non avrebbe potuto reggere a lungo: la «benevola negligenza» mostrata verso i problemi finanziari internazionali divenne ben presto una «preoccupazione maligna»[24].

Nel 1969 la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti registrava un deficit consistente e la Federal Reserve decise una politica di tassi di interesse elevati portando il tasso del mercato monetario e il *prime rate* al 9% con il risultato di innescare una recessione. Nel gennaio del 1970 la Fed invertiva questa politica abbassando i tassi, che alla fine dell'anno risulteranno più bassi di quelli tedeschi (i tassi a breve raggiunsero il 3,5%). Ciò provocò un riflusso in Europa dei capitali che si erano trasferiti nelle banche americane attirati dalle migliori condizioni offerte dalla Germania che praticava una politica monetaria restrittiva[25]. Nella primavera del 1971 l'afflusso di dollari in Germania raggiunse livelli tali che le autorità monetarie tedesche rinunciarono a sostenere ulteriormente la moneta americana e lasciarono che il marco si rivalutasse[26].

La politica della benevola negligenza ben presto si tradusse in un aperto invito agli operatori finanziari a speculare contro il dollaro, e alla fine divenne una profezia autoavverantesi. L'attacco speculativo nei confronti della moneta statunitense divenne pesante e il deflusso di dollari si accrebbe (4 miliardi di «moneta calda» svanirono dal paese nella seconda settimana di agosto) tanto che il 15 agosto 1971, di fronte all'ulteriore aggravarsi del deficit della bilancia dei pagamenti[27], il presidente Richard Nixon emanò quattro provvedimenti risolutivi:

1. sospese la convertibilità dollaro-oro (contro gli impegni assunti all'interno del FMI);
2. impose una soprattassa temporanea del 10% su tutte le importazioni americane (contro gli impegni assunti in sede GATT; tale soprattassa verrà abolita nel dicembre dello stesso anno nel corso della conferenza di Washington, paragrafo 3);

3. bloccò salari e prezzi e introdusse alcune agevolazioni fiscali dirette a favorire gli investimenti e l'acquisto di beni prodotti all'interno degli Stati Uniti;
4. tagliò gli aiuti ai paesi in via di sviluppo.

Dopo un breve periodo di svalutazione del dollaro rispetto all'oro e il tentativo (come vedremo) di rifondare il legame con l'oro su una nuova parità, il sistema venne definitivamente abbandonato nel 1973. Fu la fine di Bretton Woods, anche se il trattato istitutivo venne formalmente modificato solo nel corso della Conferenza di Kingston in Giamaica nel gennaio del 1976, con l'approvazione del secondo emendamento allo statuto del FMI. Tale emendamento decretò la fine dello standard aureo, l'oro venne in tal modo definitivamente demonetizzato (e il Fondo dovette sbarazzarsi delle sue 4.650 tonnellate di metallo prezioso) e si legalizzò, a posteriori, l'avvento dei cambi flessibili[28].

L'intervento di Nixon spezzò il legame del dollaro con l'oro e il risultato pratico fu che progressivamente tutti i paesi europei rinunciarono a sostenere il dollaro e le monete vennero lasciate fluttuare liberamente sui mercati dei cambi. Nel corso del 1971, le banche centrali dei principali paesi industrializzati abolirono la libera convertibilità delle loro monete in dollari a un prezzo prefissato; da quel momento in poi i detentori di valute furono costretti a convertirle sul libero mercato, senza la garanzia che la transazione potesse avere luogo a un prezzo prestabilito. Il passaggio ai cambi flessibili risolse il problema della credibilità, tuttavia, l'abbandono della convertibilità della moneta a un prezzo fisso reintrodusse i ben noti problemi legati alla volatilità e instabilità del tasso di cambio.

3. *Le reazioni dei paesi comunitari alla crisi di Bretton Woods: dal Piano Werner al Serpente monetario*

L'art. 3 del Trattato di Roma conteneva principi piuttosto vaghi in materia di politica economica e monetaria comune, limitandosi alla necessità di indirizzare «l'azione della Comunità all'applicazione di procedure che permettano di coordinare le politiche economiche degli stati membri e di ovviare agli squilibri nelle loro bilance dei pagamenti»; era prevista inoltre la costituzione di un comitato monetario con

funzione consultiva. L'organizzazione del sistema monetario internazionale scaturita dagli accordi del FMI, assicurando la necessaria stabilità ai rapporti monetari, mise per molti anni in secondo piano la necessità di iniziative in questo campo a livello di mercato comune. Solo quando il sistema di Bretton Woods entrò in crisi vennero ipotizzate soluzioni alternative di cooperazione europea a livello monetario, per contrapporsi congiuntamente alle fluttuazioni connaturate al sistema dei cambi flessibili.

Sulla base delle direttive e del mandato avuto dalla conferenza dei capi di stato e di governo tenutasi all'Aia nel dicembre 1969, Pierre Werner, presidente e ministro delle Finanze del governo lussemburghese, nel giugno del 1970, presentò al Consiglio la soluzione europea alla crisi di Bretton Woods: «l'Unione economica e monetaria degli stati membri»[29].

L'attuazione dell'unione economica e monetaria, come si diceva nel rapporto finale del Piano Werner, avrebbe richiesto un decennio e cioè uno sviluppo progressivo da suddividersi in due fasi: nella prima si doveva rafforzare il coordinamento delle politiche economiche, tra cui l'armonizzazione delle politiche di bilancio e fiscali, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e una politica comune in materia di moneta e credito. Nella seconda fase di «transizione verso il punto d'arrivo» la cooperazione avrebbe dovuto farsi sempre più stretta in tutti i settori e il rafforzamento dei legami intracomunitari in materia monetaria doveva essere diretto ad agevolare la transizione verso l'unione completa. L'unione monetaria avrebbe comportato la convertibilità totale e irreversibile delle monete, l'abolizione dei margini di fluttuazione dei tassi di cambio, la fissazione irrevocabile dei rapporti di parità e la totale liberazione dei movimenti di capitale.

La suddivisione del Piano in due fasi di attuazione, la prima relativa alla convergenza dei parametri economici e la seconda di quelli monetari, conciliava le diverse posizioni dei paesi membri. Alcuni, infatti, al fine di eliminare gli squilibri a livello di bilancia dei pagamenti, preferivano utilizzare la leva macroeconomica per armonizzare le politiche economiche nazionali, altri preferivano invece la leva monetaria.

Francia, Belgio, Lussemburgo erano i «monetaristi». Essi consideravano prioritaria l'istituzione di vincoli comuni alle politiche monetarie degli stati partecipanti e alla libertà di

fissare i tassi di cambio delle loro valute. L'esistenza di vincoli monetari avrebbe poi inevitabilmente costretto i governi ad armonizzare le loro politiche economiche in un percorso progressivo di convergenza verso l'obiettivo dell'integrazione economica e politica degli stati membri della Comunità. La strategia monetarista, caldeggiata in particolare dalla Francia, avrebbe permesso di procedere sulla strada dell'unificazione monetaria evitando di rimanere intrappolati nelle inevitabili lungaggini del coordinamento politico. Inoltre, i monetaristi non vedevano la necessità di istituire organismi sovranazionali. Le misure proposte si limitavano a codificare le procedure necessarie per attivare un'area con una valuta comune, ma non prevedevano un trasferimento dell'autorità alle istituzioni comunitarie[30].

La posizione opposta (Germania, Olanda e Italia), definita degli «economisti», considerava invece necessario procedere in primo luogo all'armonizzazione delle politiche economiche degli stati membri e alla riduzione delle maggiori divergenze, soprattutto in termini di inflazione. Ciò era indispensabile al fine di realizzare un'unione monetaria caratterizzata da tassi di cambio fissi in cui le sovranità monetarie degli stati sarebbero quindi risultate limitate. Per la Germania, in particolare, la conduzione comune di tutte le questioni economiche era l'elemento centrale di una futura unione monetaria. Una cooperazione di tipo intergovernativo non era giudicata sufficiente, in quanto un'unione economica e monetaria presupponeva che le politiche economiche dei paesi partecipanti fossero efficacemente coordinate al fine di prevenire sostanziali divergenze nazionali a livello di performance. Come aveva dimostrato l'esperienza tedesca con i *Länder*, questa conduzione congiunta poteva realizzarsi solo con un trasferimento di autorità a un'istituzione centrale[31]. Data la distanza tra la posizione tedesca e francese, e la poca disponibilità al compromesso, il Comitato Werner decise di non scendere nei dettagli circa le modalità che avrebbero caratterizzato il risultato finale. L'unione economica e monetaria si sarebbe realizzata attraverso un processo graduale, flessibile e pragmatico, dominato ancora una volta dalla logica funzionalista del passo dopo passo.

Sul piano istituzionale, nella fase finale avrebbero dovuto essere istituiti due organi comunitari: un centro di decisione per la politica economica (responsabile verso il parlamento

europeo) e un sistema comunitario di banche centrali su modello del Federal Reserve System americano. I redattori del rapporto non vollero formulare proposizioni dettagliate circa la forma istituzionale da dare ai due nuovi organi comunitari, tuttavia il sistema di banche centrali troverà effettivamente realizzazione pratica con il Trattato di Maastricht. L'unica grossa differenza sta nel fatto che il Rapporto Werner non aveva previsto l'istituzione di una Banca centrale europea, anche se al sistema comunitario di banche centrali erano state attribuite funzioni similari: decisioni di politica monetaria interna (tassi d'interesse, liquidità, concessione di prestiti al settore pubblico e privato) ed esterna (interventi sui mercati dei cambi e gestione delle riserve)[32].

C'era accordo sul fatto che l'obiettivo finale doveva essere una valuta comune, sulla necessità di procedere in modo graduale, definendo fasi successive e sul fatto che i risultati raggiunti in ognuna di queste fasi avrebbero dovuto considerarsi acquisiti e irreversibili prima di procedere all'attuazione delle fasi ulteriori[33]. Le monete nazionali avrebbero dovuto coesistere in regime di parità, senza fluttuazioni e con perfetta convertibilità, in modo da permettere una progressiva sostituzione con un'unica moneta comunitaria. La transizione sarebbe stata completata progressivamente attraverso una più rigida regolamentazione dei cambi (restringimento dell'intervallo dell'oscillazione valutaria) e un maggiore coordinamento delle politiche macroeconomiche.

Era chiaro ormai che il *gold-dollar standard* aveva i giorni contati, e il Piano Werner aveva il merito di offrire un'alternativa innovativa al ritorno a un sistema di cambi fluttuanti. Il 22 marzo del 1971 il Consiglio decise a Bruxelles che nel giro di dieci anni i paesi della CEE avrebbero attuato tra loro un'unione economica e monetaria sulla base delle indicazioni contenute nel Rapporto Werner. Decise inoltre di limitare i margini di oscillazione fra le monete europee (± 0,75%) a partire dal 15 giugno del 1972.

3.1. *Il Serpente nel tunnel del dollaro*

Nel dicembre del 1971, pochi mesi dopo questa storica decisione del Consiglio, l'America, di fronte al timore di un

crescente disordine monetario internazionale, decise di rivedere i provvedimenti di agosto e riunì il G-10 (Gruppo dei Dieci, ovvero Stati Uniti, Canada, Giappone, membri CEE, Gran Bretagna), per negoziare le modalità del ritorno a tassi di cambio fissi. Il perno del sistema sarebbe diventato il dollaro, ma questa volta la moneta americana non avrebbe tratto la sua legittimazione dal legame con l'oro, ma dal suo valore quale strumento di acquisto di prodotti (o titoli) statunitensi. Un dibattito aspro e intenso caratterizzò le trattative, le prime mai condotte con lo scopo di arrivare a un riallineamento delle parità sulla base di negoziati multilaterali, ma alla fine, il 18 dicembre 1971, vennero siglati gli accordi di Washington presso lo Smithsonian Institute.

Quale contropartita per l'abolizione della soprattassa del 10% sulle importazioni introdotta da Nixon il 15 agosto, gli altri membri del G-10 accettarono di fissare nuove parità dei tassi di cambio che segnavano una sostanziale svalutazione del dollaro (in media la rivalutazione delle principali valute rispetto al dollaro fu dell'11%)[34]. Si allargarono inoltre i margini di fluttuazione autorizzati intorno al tasso di parità dall'1 al 2,25% in più o in meno. La maggiore elasticità permetteva così una divergenza massima istantanea tra una moneta e il dollaro pari a ± 2,25% mentre quella calcolata in un certo intervallo di tempo corrispondeva alla somma dei due margini e cioè ± 4,5%. Questo poiché ciascuna moneta poteva spostarsi, nel tempo, dalla posizione superiore a quella inferiore realizzando in tal modo un'oscillazione pari appunto alla somma degli estremi. L'ampiezza della fluttuazione diventava maggiore incrociando le posizioni di due monete differenti dal dollaro: in questo caso lo scarto immediato era del ± 4,5% e la variazione di ampiezza nel tempo era pari a ± 9% (data dalla somma delle variazioni dal limite superiore a quello inferiore delle due monete considerate)[35].

Come dimostra la figura 5.2, nel tempo poteva appunto succedere che due monete diverse dal dollaro (ad esempio, marco e lira) realizzassero una variazione di ampiezza pari al 9% in più o in meno.

L'intervallo massimo di oscillazione venne giudicato troppo ampio dai paesi CEE, in quanto si contrapponeva all'aspirazione di avviare il processo di unione monetaria. Come illustrato dal Rapporto Werner, le banche centrali avrebbero dovuto «come

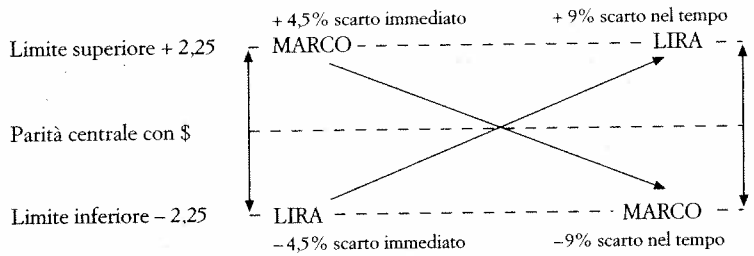

FIG. 5.2. L'intervallo massimo di oscillazione.

primo passo (gennaio 1971), sperimentare la possibilità di mantenere tra le monete dei paesi CEE margini di fluttuazione più ristretti di quelli prestabiliti nei confronti del dollaro». Sarebbe quindi seguita «una progressiva riduzione dei margini di fluttuazione tra le valute CEE», la quale, insieme alla progressiva convergenza delle politiche monetarie ed economiche, avrebbe fatto sì che nel tempo la fluttuazione intorno alla parità sarebbe divenuta nulla facilitando in questo modo la creazione di una singola valuta per tutta la Comunità (già dal gennaio 1974 si sarebbe dovuti arrivare «all'abbandono da parte dei paesi CEE del metodo di aggiustamento della parità su basi autonome»).

Dal momento che nel febbraio 1971 il Piano Werner era stato approvato dai ministri della CEE sulla carta e nel marzo il Consiglio aveva deciso di restringere fortemente i margini di oscillazione nel giro di un anno, allargare il tunnel come proposto dal G-10 veniva naturalmente considerato un passo indietro rispetto alle aspirazioni comunitarie di arrivare a un progressivo restringimento dei margini di fluttuazione delle loro monete[36].

La risposta dei paesi CEE si concretizzò perciò nella creazione del «Serpente nel tunnel»: i paesi membri decisero di mantenere il valore in dollari delle loro valute all'interno dell'ampio campo di oscillazione stabilito dagli accordi di Washington, ma si impegnarono a restringere maggiormente le bande di oscillazione fra le loro valute e fra quelle dei paesi in procinto di entrare (Gran Bretagna, Irlanda e Danimarca). Il 24 aprile del 1972 venne sottoscritta (a Basilea) un'intesa valutaria regionale detta «Serpente monetario», al fine di ridurre il margine di fluttuazione all'1,125% in più o in meno

rispetto alla parità dichiarata di ciascuna di queste monete in dollari[37]. In tal modo questo accordo ridusse il margine di fluttuazione massima fra due valute europee al 2,25% per quanto riguardava lo scarto immediato e al 4,5% per lo scarto nel tempo.

Il Serpente funzionava in questo modo: quando la somma tra la percentuale di apprezzamento della moneta più forte tra quelle della CEE e la percentuale di deprezzamento della moneta più debole sulle rispettive parità (espresse in termini di numerario comune) raggiungeva il 2,25% era previsto l'intervento ufficiale che si sostanziava nell'acquisto della moneta debole e nella vendita di quella forte. Potevano intervenire sia il paese a valuta forte (intervento del creditore) sia il paese a valuta debole (intervento del debitore) sia entrambi i paesi interessati. Nel caso di intervento del debitore, il paese a valuta debole doveva prendere a prestito la valuta forte necessaria per acquistare sul mercato la propria valuta, di qui la necessità di introdurre nello schema CEE le cosiddette «agevolazioni a brevissimo termine». Non si trattava altro che di crediti a brevissimo termine fra banche centrali che permettevano di finanziare tempestivamente le nazioni con divisa debole. In pratica, come vedremo, l'intervento sul mercato dei cambi venne sempre lasciato al paese a valuta debole, portando all'istituzione di un sistema fortemente asimmetrico.

3.2. *La fine del «dollar standard» e gli effetti sul Serpente monetario*

Solo 14 mesi dopo la firma degli accordi di Washington il dollaro fu costretto a una seconda svalutazione (del 10%), la crisi del *dollar standard* raggiunse l'apice il 10 febbraio 1973 quando le autorità giapponesi chiusero il mercato dei cambi e sospesero ogni forma di sostegno al dollaro[38]. Il deflusso di dollari continuò e a marzo tutti i maggiori paesi industrializzati decisero di abbandonare il rapporto di parità nei confronti del dollaro: si instaurò definitivamente il nuovo sistema di cambi fluttuanti.

Il tentativo di ristabilire un equilibrio monetario a livello internazionale fondato sul *dollar standard* era definitivamente fallito; ciò in quanto, ancora una volta, erano venute a man-

care due componenti essenziali di uno standard monetario internazionale: la credibilità e la fiducia. La svalutazione del dollaro minò la *credibilità* circa la futura stabilità del sistema della parità fissata dall'accordo smithsoniano causando un'irreparabile perdita di *fiducia* nel *dollar standard* e continue tensioni speculative che ne decretarono la fine. L'impossibilità di garantire un valore certo e costante del dollaro fece fallire tutti i tentativi di ripristino di un sistema di cambi fissi.

Il Serpente monetario, tuttavia, restò in vigore anche dopo il fallimento dell'accordo di Washington, venne chiamato, non senza un pizzico di ironia, il «serpente nel lago» (*the snake in the lake*) per distinguerlo dal suo predecessore detto il «serpente nel tunnel» (*the snake in the tunnel*). Con la fluttuazione del dollaro, le banche centrali europee non erano più tenute a intervenire nei confronti della moneta americana. I ministri delle Finanze dei paesi CEE decisero quindi di impegnarsi in una fluttuazione congiunta rispetto al dollaro[39].

Nel nuovo Serpente rimaneva in vigore solo la banda di fluttuazione reciproca tra le monete europee (con gli scarti di fluttuazione del ± 1,125%). Per coordinare le politiche monetarie europee, sovrintendere alla concessione delle agevolazioni creditizie e autorizzare i riallineamenti valutari fu creato (in occasione del vertice di Parigi dell'ottobre del 1972) e reso operativo dal giugno del 1973 il Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM), gestito dai governatori delle banche centrali. Il FECOM rimase tuttavia solo un organo di coordinamento, con scarsa autorità perché i governatori delle banche centrali non avevano intenzione di cedere i propri poteri[40].

Il declino del dollaro del 1973 e il primo shock petrolifero provocato dall'OPEC (Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio) causarono ampi disavanzi nella bilancia dei pagamenti di tutti i paesi europei e misero subito in difficoltà il Serpente monetario. I paesi CEE infatti adottarono politiche economiche diverse in reazione alla crisi, che erano la conseguenza di opinioni diverse relativamente a come superare gli ostacoli: non tutti ritenevano che la politica monetaria dovesse essere indirizzata alla stabilità dei prezzi, come pensava la Bundesbank. Al contrario, alcuni paesi europei ricorsero alla stampa di nuova moneta per finanziare i crescenti disavanzi statali e le importazioni di petrolio, alimentando in questo modo l'inflazione. L'adozione di una politica monetaria o fiscale espansiva, in

presenza di gravi deficit statali, non stimolò né la produzione né l'occupazione, ma solo le pressioni inflazionistiche.

Contrariamente alle previsioni della curva di Phillips, che ipotizzava una relazione inversa fra inflazione e disoccupazione (e la possibilità per le autorità di governo di scegliere la combinazione di inflazione e disoccupazione ritenuta preferibile regolando il livello della domanda globale), a partire dagli anni settanta, nei paesi europei che avevano adottato politiche economiche espansive, si verificò un parallelo aumento di inflazione e disoccupazione.

L'esperienza di questi anni dimostrò che un elevato tasso di inflazione non provoca un aumento durevole della crescita del reddito né dell'occupazione. Al contrario, un alto tasso di inflazione tende a frenare la crescita nel lungo periodo e deve essere considerato «un aspetto patologico del funzionamento del sistema economico»[41].

Negli anni settanta, quindi, i paesi europei perseguivano obiettivi di politica economica alquanto differenti, stabiliti a livello nazionale senza alcun tentativo di coordinamento e ciò fece presto insorgere forti tensioni a livello di fluttuazione congiunta. Quando, nel marzo del 1973, ebbe luogo l'ennesima pressione speculativa nei confronti del marco, la Germania si rifiutò di sacrificare le severe politiche anti-inflazionistiche sull'altare dell'unione economica e monetaria europea e rivalutò il marco del 5,5%. Fintantoché gli obiettivi di politica economica dei singoli paesi europei fossero stati divergenti, si sarebbero inevitabilmente create tensioni sul piano dei tassi di cambio. E data la precedenza che tutti i paesi europei riservavano all'interesse nazionale rispetto alla causa dell'integrazione economica e monetaria, era chiaro che queste tensioni sarebbero state risolte cercando di dare stabilità al proprio tasso di cambio piuttosto che modificando le scelte di politica economica[42]. Non era difficile prevedere che i tentativi di mantenere un insieme stabile di tassi di cambio tra i paesi della Comunità sarebbe presto fallito.

La vita del Serpente fu infatti caratterizzata da continue defezioni (per prima la Gran Bretagna, poi l'Irlanda, l'Italia e infine la Francia, tab. 5.2). Solo alcuni stati comunitari – Germania, Benelux e Danimarca – riuscirono a mantenere le loro valute costantemente all'interno delle bande di oscillazione e il Serpente finì per interessare un numero limitato di paesi,

TAB. 5.2. *Cronologia del Serpente*

	1972
24 aprile	Entra in vigore l'accordo sulle bande più ristrette fra Benelux, Italia, Francia e Germania
1° maggio	Entrano i nuovi membri CEE: Gran Bretagna, Irlanda e Danimarca
23 maggio	Si associa la Norvegia
23 giugno	Escono Gran Bretagna e Irlanda
27 giugno	Esce la Danimarca
10 ottobre	Rientra la Danimarca
	1973
13 febbraio	Esce l'Italia
19 marzo	Inizia la fluttuazione congiunta, scompare il tunnel. Il marco si rivaluta del 3%, si associa la Svezia
29 giugno	Il marco si rivaluta del 5,5%
17 settembre	Il fiorino olandese si rivaluta del 5%
16 novembre	La corona norvegese si rivaluta del 5%
	1974
19 gennaio	Esce la Francia
	1975
10 luglio	Rientra la Francia
	1976
15 marzo	Esce nuovamente la Francia
16 marzo	I paesi del Benelux adottano tra loro margini più ristretti
17 ottobre	Il marco si rivaluta del 2%; si svalutano la corona danese del 4%, la corona svedese e la corona norvegese dell'1%
	1977
1° aprile	Si svalutano: la corona svedese del 6%, la corona danese e la corona norvegese del 3%
28 agosto	Esce la Svezia; la corona danese e la corona norvegese si svalutano del 5%
	1978
13 febbraio	La corona norvegese si svaluta dell'8%
17 ottobre	Il marco si rivaluta del 4% e le valute dei paesi Benelux del 2%
12 dicembre	Esce la Norvegia
	1979
13 marzo	Entra in vigore lo SME

Fonte: H. Ungerer, *A Concise History of European Monetary Integration, from Epu to Emu*, Westport, Ct, Quorum, 1997, p. 129.

nemmeno tutti quelli della CEE, che si ancorarono al ruolo pivotale del marco tedesco.

Il fatto che i paesi del Benelux e la Danimarca rimasero saldamente ancorati al marco si spiega in quanto tassi di cambio stabili erano molto importanti per il buon funzionamento di

queste piccole economie aperte, in cui gli scambi con il resto del mondo e con la Germania avevano un peso rilevante. La leggera rivalutazione delle loro valute nei confronti del marco cui diede luogo l'appartenenza a questo sistema di cambi fissi fu controbilanciata dai vantaggi offerti da un tasso di cambio stabile e dalla maggiore credibilità delle loro politiche economiche[43].

L'assenza di un'entità territoriale che controllava e coordinava le politiche nazionali implicò che il ruolo di guida delle politiche monetarie europee fosse assunto dalla Bundesbank, dal momento che il marco tedesco era diventato la valuta di riferimento e l'àncora anti-inflazione. Naturalmente, c'era lo svantaggio dato dal fatto che le altre nazioni europee non avevano la possibilità di influenzare le azioni della banca centrale tedesca e, quindi, il Serpente monetario non riuscì a dare stabilità ai cambi a livello nazionale. I paesi furono costretti a continui riallineamenti valutari e alcuni dovettero uscire dal Serpente; il progetto di creare un'unione monetaria europea attraverso il progressivo irrigidimento dei tassi di cambio si rivelò impossibile da realizzare[44].

Tuttavia, furono compiuti alcuni passi importanti. Il Serpente monetario gettò le basi per una crescente collaborazione fra i paesi CEE in un campo nuovo, sia perché si cominciò, in occasione delle diverse crisi, a dibattere in forum comuni problemi di carattere monetario di portata internazionale, sia perché si instaurò una cooperazione attiva a livello di banche centrali europee attraverso i già citati accordi di finanziamento a breve termine e il FECOM. Infine, dal momento che la volatilità dei cambi dopo il 1973 poneva delicati problemi per quanto riguardava l'emissione di prestiti tra paesi europei (che potevano conseguire guadagni o subire perdite a seconda dell'aumento o diminuzione di valore della propria moneta), il 21 aprile 1975 il Consiglio della CEE riconfigurò l'unità di conto europea (UCE), già in uso da diversi anni con funzioni contabili, in una moneta artificiale intesa come paniere di monete europee (ogni moneta aveva un peso percentuale fisso all'interno dell'UCE)[45]. La nuova UCE, non più solo strumento contabile, fu utilizzata anche nelle convenzioni finanziarie e nella stipulazione di prestiti e servirà da modello per la definizione dell'ECU (European Currency Unit) al momento della creazione del Sistema monetario europeo.

4. *Il tramonto dell'età dell'oro*

Il 1973 è un anno importante nella storia dell'integrazione economica europea, oltre all'avvio del Serpente monetario e al primo allargamento della Comunità a Gran Bretagna, Danimarca e Irlanda, esso segnò anche la fine del periodo di crescita stabile e sostenuta caratterizzata da elevati livelli di occupazione. Gli anni dal 1950 al 1973 sono stati un'età di prosperità senza pari in Europa, tanto da far parlare di «miracoli economici». Grazie al liberismo nelle transazioni internazionali e alla rimozione delle barriere al commercio e ai pagamenti, gli indici di crescita dei paesi europei sono stati a dir poco strabilianti. Il reddito pro capite crebbe del 3,8% e il tasso medio di disoccupazione si mantenne intorno al 2,4% della forza lavoro. Con gli anni settanta, la situazione economica europea peggiorò sensibilmente: decelerazione della crescita economica, percentuali decrescenti di investimento e produttività, inflazione, perdita di competitività internazionale e aumento notevole della disoccupazione divennero i tratti caratteristici.

Quella che era stata definita l'età dell'oro (*golden age*) volse al termine. Numerosi economisti hanno cercato di fornire una spiegazione di questa rapida involuzione, prediligendo di volta in volta cause esogene e cause endogene. Alcuni hanno dato risalto agli shock economici esterni e cioè, oltre all'avvento dei tassi di cambio fluttuanti, considerati fattori aggiuntivi di destabilizzazione, al notevole aumento del prezzo del petrolio che si verificò nel 1973-74 e poi nuovamente nel 1978-79 e alla risposta inadeguata dei governi europei. Nel dicembre del 1973 l'OPEC fissò il prezzo del greggio a 11 dollari al barile: il prezzo ufficiale era così passato da 1,80 a 11 dollari nel giro di soli quattro anni[46]. La vulnerabilità delle economie dei paesi comunitari, dovuta alla dipendenza energetica, divenne palese: nel 1972 le importazioni di petrolio greggio della CEE coprivano il 68,8% del fabbisogno energetico e la percentuale di dipendenza dai fornitori petroliferi esteri era del 98%[47]. I paesi europei, come la maggior parte dei paesi industrializzati, per compensare il maggior onere delle importazioni – dal momento che i paesi petroliferi non sono mai diventati mercati di sbocco adeguati per le loro esportazioni – furono obbligati a ridurre le importazioni e, di conseguenza,

a rallentare l'economia. L'emergenza energetica causò quindi una diminuzione degli scambi, un trasferimento di risorse reali verso i paesi produttori di petrolio e un effetto deflazionistico sulle economie europee. Per far fronte al rapido peggioramento della bilancia dei pagamenti, gravata dalla «tassa OPEC», alcuni paesi europei adottarono politiche restrittive che non fecero che acuire l'impatto deflazionistico degli shock petroliferi, mentre altri ricorsero alla stampa di nuova moneta (in entrambi i casi l'onere della «tassa OPEC» venne in parte ridotto grazie agli sviluppi del credito internazionale frutto della presenza dei petrodollari, come si dirà tra poco).

Nel frattempo gli utili complessivi degli esportatori di greggio erano cresciuti dai 23 miliardi di dollari del 1972 ai 140 del 1977[48]. Si costituirono così masse di denaro in eccesso, una grossa fetta delle quali venne reinvestita dai paesi produttori nelle banche dei paesi europei. Queste infatti, in particolare le banche inglesi, già nel 1957 pagavano tassi un po' più elevati nei confronti dei depositi in dollari rispetto alle banche degli Stati Uniti (e chiedevano tassi più bassi a coloro che accendevano prestiti). Questo semplice, ma essenziale, accorgimento diede inizio al fenomeno degli eurodollari, o dollari depositati presso banche non americane. Il dollaro cominciò a diventare la moneta mondiale delle banche commerciali e quella dei loro clienti, privati o imprese che fossero[49]. A partire dal 1973, questo mercato crebbe enormemente grazie alla necessità dei governi dei paesi dell'OPEC di custodire i loro «petrodollari» in depositi dai quali non potessero essere né confiscati né controllati. Di fatto i paesi produttori di petrolio più ricchi non riuscivano nemmeno a spendere interamente i redditi acquisiti di recente, prestandoli così ai centri finanziari europei[50]. D'altra parte, l'esistenza del mercato dell'eurodollaro rese più facile ai paesi europei finanziare i propri deficit (nel caso dell'Italia il ricorso ai crediti in valuta sul mercato dei petrodollari fu un passaggio obbligato), anche se limitò la possibilità di intervento sui tassi di interesse nazionali come strumento di politica monetaria[51].

La situazione si aggravò ulteriormente dopo il secondo shock petrolifero del 1979. A Tokyo in quell'anno i 5 paesi più industrializzati del mondo decisero che per reagire all'aumento dei prezzi del combustibile occorreva applicare una politica restrittiva e quindi, paradossalmente, diminuire gli scambi re-

ciproci, aggravando in tal modo le conseguenze dello shock (ne seguì un calo marcato del commercio mondiale che nel 1982, per la prima volta dalla fine della seconda guerra mondiale, diminuì del 3%). La propensione al rigore da parte dei paesi europei fu dettata dal timore dell'inflazione, ciò nonostante mancò una risposta collettiva alla crisi, confermando il carattere insufficientemente cooperativo delle relazioni internazionali. Secondo Fitoussi, come conseguenza si determinò un aumento della disoccupazione, che «divenne un sostituto del protezionismo, uno strumento che permetteva di raggiungere [...] l'equilibrio degli scambi esterni e il mantenimento della parità monetaria»[52]. L'esito ultimo e infelice di tale politica fu la «concorrenza attraverso la depressione» in quanto il risultato finale non faceva che aggravare il vincolo esterno degli altri paesi.

Un'altra serie di spiegazioni della fine dei miracoli economici fa riferimento ai cambiamenti strutturali interni e alle rigidità connesse al mercato del lavoro: nuovi fattori, quali gli elevati costi della manodopera, l'esaurirsi di forza lavoro a buon mercato e l'intensificazione della lotta politica, causarono l'aumento dei salari a scapito dei profitti e di ulteriori investimenti[53]. La stagflazione – una combinazione di recessione e inflazione – caratterizzò gli anni settanta e per alcuni fu il prodotto del nuovo potere contrattuale dei sindacati europei e degli elevati livelli di occupazione raggiunti nei periodi precedenti (che non ci si poteva più aspettare). Inoltre, la scarsa flessibilità e mobilità della manodopera europea non permisero alcun cambiamento interno: aumentarono i salari reali e gli stipendi, ma non la produttività.

Infine, le ultime teorie in proposito sostengono che, in effetti, fu la *golden age* a rappresentare un'eccezione, un «grande slancio» atipico, e il periodo successivo al 1973 la normalità. Tra le ragioni che spiegano l'unicità di questo slancio bisogna ricordare che l'Europa, negli anni cinquanta e sessanta, recuperò il terreno perduto dopo due guerre mondiali e la Grande Depressione del 1929 (che rimane a tutt'oggi la depressione più severa). Perciò, secondo Crafts e Toniolo, il rallentamento successivo al 1973 trova una buona spiegazione nel progressivo recupero europeo che colmò la breccia apertasi nel passato, ma volle dire successivamente minori opportunità di crescita[54].

Secondo Maddison, in particolare, il 1973 segna semplicemente un «ritorno alla normalità capitalistica». Come ha

TAB. 5.3. *Andamento di lungo periodo del tasso medio di disoccupazione nei paesi* CEE

	Tasso medio di disoccupazione
1928-38	8,2
1955-73	3,0
1980-95	8,3

Fonte: N. Crafts, *The Great Boom: 1950-73*, in M.S. Schulze (a cura di), *Western Europe: Economic and Social Change since 1945*, London-New York, Longman, 1998, p. 49.

dimostrato l'autore, questa decelerazione generalizzata in effetti appare meno frustrante se confrontata con la crescita precedente l'età dell'oro: dopo gli anni di crescita miracolosa era inevitabile che la performance sarebbe declinata in misura rilevante e tornata a trend «più consueti»[55]. I tassi di crescita dei paesi CEE segnano un incremento medio dello 0,8% tra il 1913 e il 1950, del 4,2% tra il 1950 e il 1973, per poi tornare a un tasso più «normale», 1,8%, tra il 1973 e il 1994. Lo stesso trend si riscontra analizzando i dati relativi all'andamento del tasso di disoccupazione (tab. 5.3), tanto da far parlare in questo ultimo caso di un breve «interludio di bassa disoccupazione», che caratterizzò gli anni del miracolo, ma non si ripeté più successivamente, come era accaduto in precedenza durante i travagliati anni trenta[56].

La recessione successiva al 1973, e il ritorno a trend «normali» di faticosa crescita, dimostra ancora una volta quanto sia difficile procedere sulla strada dell'unificazione europea in momenti di crisi economica; quest'ultima può infatti portare a lunghi periodi di stasi e persino di ripensamento sugli obiettivi da raggiungere. Non ci fu alcuna coordinazione fra le politiche macroeconomiche dei paesi appartenenti alla CEE nell'affrontare la recessione, alcuni adottarono politiche antiinflazionistiche (Germania, Svizzera, Austria, Benelux), altri, come l'Italia, diedero vita a un circolo vizioso tra inflazione, svalutazione e recessione (l'inflazione più elevata rispetto agli altri paesi alimentava il disavanzo, per ridurlo si ricorreva alla svalutazione, che aggravava a sua volta l'inflazione), indifferente alla recessione che invece continuava a penalizzare produzione e occupazione. L'unione monetaria progettata nel Rapporto Werner diventò presto un obiettivo irrealizzabile e i paesi

CEE non mostrarono alcun interesse nell'usare la Comunità per coordinare un piano di intervento generale.

Il Serpente ebbe vita stentata a causa del dissesto del sistema monetario internazionale innescato dalla crisi petrolifera, che aggravò inesorabilmente i conti con l'estero dei paesi europei. Alla vigilia della costituzione dello SME, i membri CEE che facevano ancora parte del Serpente erano solamente Germania, Benelux e Danimarca.

Appendice *Breve cronologia dalla crisi di Bretton Woods alla nascita dello SME*

1969 – La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti registra un deficit consistente e la Federal Reserve decide una politica di tassi di interesse elevati con il risultato di innescare una recessione.

Gennaio 1970 – La Fed inverte questa politica abbassando i tassi che, alla fine dell'anno, risulteranno più bassi di quelli tedeschi (i tassi a breve raggiungeranno il 3,5%). Risultato: riflusso in Europa di capitali che si erano trasferiti nelle banche americane, attirati dalle migliori condizioni offerte dalla Germania.

3 maggio 1971 – La ripresa dell'afflusso di dollari sul mercato tedesco induce Germania, Austria, Svizzera e Belgio a chiudere il mercato dei cambi. Il 10 maggio marco tedesco e fiorino olandese vengono lasciati rivalutare.

15 agosto 1971 – Nixon chiude lo sportello dell'oro, viene sospesa la convertibilità del dollaro in oro.

18 dicembre 1971 – Con gli accordi di Washington si fissano nuovi tassi centrali nei confronti del dollaro (che segnano una sostanziale svalutazione della moneta americana) e si allargano i margini di fluttuazione autorizzati intorno al tasso di parità da ± 1 a ± 2,25%.

24 aprile 1972 – I paesi CEE danno vita al Serpente monetario al fine di restringere le fluttuazioni valutarie intracomunitarie – si forma il Serpente nel tunnel del dollaro.

12 febbraio 1973 – Seconda svalutazione del dollaro del 10% (il prezzo ufficiale dell'oro passa a 42,22 dollari l'oncia).

2-19 marzo 1973 – I mercati dei cambi vengono chiusi per contrastare la speculazione nei confronti del dollaro, quando riaprono le principali monete rinunciano a sostenere la moneta americana e vengono lasciate fluttuare liberamente: è la fine del *dollar standard* e la nascita del nuovo sistema di cambi fluttuanti.

12 marzo 1973 – Il tunnel scompare, rimane il Serpente: le monete europee fluttuano congiuntamente nei confronti del dollaro.

1973-1979 – Negli anni di vita del Serpente monetario hanno luogo in tutto 9 riallineamenti e numerose defezioni: i membri si riducono da 11 a 6 (tab. 5.2).

21 aprile 1975 – Nasce l'UCE (Unità di conto europea) precursore dell'ECU.

13 marzo 1979 – Nasce il Sistema monetario europeo (SME).

Note al capitolo quinto

[1] Negli anni trenta l'applicazione di alti dazi e contingentamenti, unitamente al deprezzamento della valuta nazionale, faceva sì che i prodotti esteri fossero venduti sui mercati interni a prezzi così alti da venire completamente tagliati fuori, con il fine ultimo di sostenere la domanda di prodotti nazionali e alimentare l'occupazione della forza lavoro locale. J. Foreman-Peck, *Storia dell'economia internazionale*, Bologna, Il Mulino, 1999, pp. 395 e 603.

[2] La liquidità internazionale è data dal complesso dei mezzi (riserve ufficiali di oro e valute estere) a disposizione delle autorità monetarie per fare fronte ai deficit della bilancia dei pagamenti e intervenire sul mercato dei cambi in difesa della propria moneta.

[3] Gli scopi enunciati nello statuto del Fondo monetario internazionale riflettono questa unità di intenti: favorire la cooperazione monetaria internazionale e la stabilità dei cambi, dare ai membri la possibilità di correggere, attraverso le risorse del Fondo, gli squilibri nelle loro bilance dei pagamenti e contribuire così alla soluzione delle questioni monetarie internazionali.

[4] Per una trattazione esaustiva si veda U. Sacchetti, *Bretton Woods e i piani monetari internazionali*, Padova, CEDAM, 1949. Si veda anche sulla

fase costitutiva del sistema G.M. Shild, *Bretton Woods and Dumbarton Oaks: American Economic and Postwar Planning in the Summer of 1944*, Basingstoke, Macmillan, 1995. Tra le opere più recenti su Bretton Woods e gli sviluppi successivi si vedano M.D. Bordo e B. Eichengreen, *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chigago, IL, University of Chicago Press, 1993; J. Harold, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, Washington, DC, IMF, 1996; S. Collignon, *In Search of Monetary Stability: From Bretton Woods to Sustainable EMU*, Paris, 1998.

[5] I DSP sono la forma di credito più facilmente utilizzabile tra quelle del FMI; se ne può disporre ogniqualvolta la situazione della bilancia dei pagamenti o delle riserve ne renda necessario l'impiego. B. Tew, *L'evoluzione del sistema monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 1989, pp. 105-106 e 163-164. Sul FMI si vedano H. Aufricht, *The International Monetary Fund: Legal Basis, Structure, Functions*, London, Stevens, 1964; A. Campolongo, *Organizzazioni economiche internazionali*, Padova, CEDAM, 1972; M. Fleming, *La cooperazione tra gli stati e il commercio internazionale*, Milano, Giuffrè, 1978; J.K. Horsefield (a cura di), *The International Monetary Fund 1945-1965*, Washington, DC, IMF, 1969, 2 voll.; R. Nordolilli, *Il ruolo finanziario del Fondo monetario internazionale*, in «Bancaria», nn. 10-12/12, 1979.

[6] V. Zamagni, *Dalla rivoluzione industriale all'integrazione europea*, Bologna, Il Mulino, 2000, p. 214.

[7] Si vedano F. Falcone, *Aspetti e problemi di economia internazionale monetaria*, Padova, CEDAM, 1997, p. 152; A. van Dormael, *Bretton Woods. Birth of a Monetary System*, Hong Kong, Macmillan, 1978.

[8] R.N. Gardner, *Politica economica e ordine internazionale: l'evoluzione delle organizzazioni economiche internazionali*, Milano, Etas Libri, 1978, p. 120.

[9] Art. IV dello Statuto del Fondo monetario internazionale «Parità delle monete», sez. 1 «Espressione delle parità delle monete»: «La parità della moneta di ciascun membro verrà espressa nella sua equivalenza in oro quale comune denominatore o in dollari degli Stati Uniti». Lo Statuto del Fondo è ristampato in U. Sacchetti, *Bretton Woods e i piani monetari internazionali*, Roma, Edizioni italiane, pp. 183-264.

[10] T. Cozzi e S. Zamagni, *Manuale di economia politica, Un testo europeo*, Bologna, Il Mulino, 1999, p. 549.

[11] M.G. Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa da Bretton Woods a Maastricht e oltre*, Torino, Giappichelli, 1996.

[12] P. Pinzler, *Il salvatore spietato*, in «Internazionale», n. 215, 16 gennaio 1998, pp. 17-24.

[13] Se il Fondo monetario internazionale non avesse fatto nulla, le banche di Thailandia, Indonesia e Corea del Sud sarebbero state probabilmente rilevate da istituti finanziari americani.

[14] Tratto da P. De Grauwe, *Economia monetaria internazionale*, Bologna, Il Mulino, 1997, p. 39.

[15] *Ibidem*, pp. 44-45.

[16] Si veda sul tema M.G. Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa*, Torino, Giappichelli, 1996, pp. 11-12.

[17] Rivalutando in questo modo le valute nazionali, con effetti non desiderabili sulle proprie esportazioni. Si veda Falcone, *Aspetti e problemi di economia internazionale monetaria*, cit., pp. 361-363.

[18] Foreman-Peck, *Storia dell'economia internazionale*, cit., p. 495.

[19] R. Triffin, *La crisi del dollaro e dell'oro: il futuro della convertibilità*, in *Dollaro, Euro e moneta mondiale*, Bologna, Il Mulino, 1997, pp. 143-190.

[20] G. Carli, *Prefazione*, in C.A. Coombs, *Trent'anni di finanza internazionale da Bretton Woods a oggi*, Milano, Etas Libri, 1977.

[21] A. Gauthier, *L'economia mondiale dal 1945 ad oggi*, Bologna, Il Mulino, 1998, p. 87.

[22] La bilancia dei pagamenti si sarebbe potuta riprendere attraverso il miglioramento della bilancia commerciale e/o mediante un'inversione del flusso dei capitali. Come ricorda Coombs, all'epoca alto dirigente della Fed, la politica della benevola negligenza trovò terreno fertile nella sincera convinzione da parte dei funzionari di Nixon che il paese fosse stato messo in difficoltà dalle diffuse pratiche discriminatorie e da altre misure scorrette dei maggiori partner commerciali degli Stati Uniti, tra cui spiccava la politica agricola fortemente protezionistica del MEC. Coombs, *Trent'anni di finanza internazionale da Bretton Woods a oggi*, cit., pp. 186-187.

[23] G. Stammati, *Il sistema monetario internazionale*, Torino, Boringhieri, 1973, pp. 58-60.

[24] Si veda su questo punto l'interessante contributo di B. Eichengreen, *From Benign Neglect to Malignant Preoccupation: U.S. Balance-of-Payments Policy in the 1960s*, «NBER Working Paper Series», marzo, 2000.

[25] Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa*, cit., pp. 24 ss.

[26] S. Strange, *International Monetary Relations*, in A. Shonfield (a cura di), *International Economic Relations of the Western World 1959-1971*, Oxford, Oxford University Press, 1976, vol. 2, pp. 334-344. Si veda anche R.I. McKinnon, *Money in International Exchange*, New York-Oxford, Oxford University Press, 1979, pp. 245 ss.

[27] Il saldo della bilancia dei pagamenti era passato da –2.815 milioni di dollari nel 1958 a –1.534 milioni nel 1964 per crollare a –10.688 milioni nel 1970. Stammati, *Il sistema monetario internazionale*, cit., p. 59 e IMF, *International Financial Statistics*, Washington, DC, 1971.

[28] Secondo alcuni, la responsabilità degli Stati Uniti nello sfaldamento del sistema monetario internazionale era evidente ed era «attribuibile all'isolazionismo americano che, sotto i due mandati di Nixon, ha recuperato tutto il terreno che aveva perduto dal 1942». Si veda Gauthier, *L'economia mondiale dal 1945 ad oggi*, cit., pp. 92-93.

[29] Rapporto al Consiglio e alla Commissione sulla realizzazione per fasi dell'unione economica e monetaria nella Comunità, *Rapporto Werner* (testo finale), in «Bollettino delle Comunità Europee», 11, supplemento, 8 ottobre 1970, p. 9.

[30] L. Tsoukalis, *La nuova economia europea*, Bologna, Il Mulino, 1998, p. 183.

[31] D.C. Krause, *Monetary Integration in Western Europe: EMU, EMS and Beyond*, London-Boston, Butterworth, 1980, pp. 60-61.

[32] *Rapporto Werner*, cit., pp. 14-15.

[33] Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa*, cit., p. 43 e J. van Ypersele e J.C. Koeune, *Il sistema monetario europeo. Origini funzionamento e prospettive*, Luxemburg, Commissione delle Comunità europee, 1985, pp. 40-41.

[34] Venne innalzato il prezzo ufficiale dell'oro da 35 a 38 dollari l'oncia e il dollaro rimase non convertibile ufficialmente in oro. Tew, *L'evoluzione del sistema monetario internazionale*, cit., pp. 186-187.

[35] Falcone, *Aspetti e problemi di economia internazionale monetaria*, cit., pp. 364-365.

[36] Tew, *L'evoluzione del sistema monetario internazionale*, cit., p. 190.

[37] Gauthier, *L'economia mondiale dal 1945 ad oggi*, cit., pp. 88-90.

[38] Sulla vicenda e sulla sua successiva evoluzione si veda la dettagliata ricostruzione di Tew, *L'evoluzione del sistema monetario internazionale*, cit., pp. 191 ss.

[39] A questo fine ci si accordò per ampliare gli accordi *swap* già esistenti (i crediti reciproci fra banche centrali a breve scadenza). Si veda Coombs, *Trent'anni di finanza internazionale da Bretton Woods a oggi*, cit., p. 205.

[40] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale. Storia del sistema monetario internazionale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pp. 208, 214. Si veda anche D. Gros e N. Thygesen, *European Monetary Integration from the European Monetary System to the European Monetary Union*, London, Macmillan, 1991, pp. 22-23.

[41] Cozzi e Zamagni, *Manuale di economia politica*, cit., p. 496.

[42] Krause, *Monetary Integration in Western Europe*, cit., pp. 146-148.

[43] Sulla storia del Serpente si veda E. Tuccimei, *La moneta e la costruzione europea*, e J. van Ypersele, *Gli sforzi monetari europei da Copenaghen a Brema*, entrambi in «Thema», n. 2, 1978.

[44] Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, cit., p. 211.

[45] Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa*, cit., p. 59.

[46] Per una dettagliata ricostruzione storica degli eventi si veda D. Yergin, *Il premio*, Milano, Sperling & Kupfer, 1991, pp. 512-515.

[47] T. Daintith e L. Hancher, *Energy Strategy in Europe: The Legal Framework*, Berlin, de Gruyter, 1986, p. 33.

[48] Yergin, *Il premio*, cit., p. 520.

[49] Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa*, cit., pp. 16-17.

[50] Per fare un esempio concreto, Abu Dhabi (l'emirato più ricco tra i sette insieme a Dubai) ricava dalla vendita di greggio 3,5 milioni di dollari (dati 1999), ma la sua posizione quale centro finanziario deriva dal possesso oltremare di massicce liquidità ufficiose – petrodollari – accumulate dal 1974 che, secondo recenti stime, nel settembre del 1999 ammontavano a 350 miliardi di dollari (per un reddito da capitale di 24 miliardi di dollari l'anno). Si veda R. Allen, *Emirati Arabi*, in «Il Sole-24 Ore», 20 gennaio 2000.

[51] Foreman-Peck, *Storia dell'economia internazionale*, cit., pp. 520-521.

[52] J.-P. Fitoussi, *Il dibattito proibito, Moneta, Europa, povertà: come integrare stabilità finanziaria e sviluppo*, Bologna, Il Mulino, 1997, pp. 16-21.

[53] L'importanza dell'elasticità della variabile lavoro nella crescita economica postbellica dell'Europa è stata sottolineata per primo da C.P. Kindleberger, *Europe's Postwar Growth: The Role of Labour Supply*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1967.

[54] N. Crafts e G. Toniolo (a cura di), *Economic Growth in Europe since 1945*, Cambridge, Cambridge University Press, 1996, p. 3.

[55] A. Maddison, *La natura e il funzionamento del capitalismo europeo: una prospettiva storica e comparativa*, in «Moneta e Credito», vol. LI, n. 201, marzo 1998, pp. 73-74. Si veda anche dello stesso autore *Monitoring the World Economy*, 1820-1992, Paris, 1995.

[56] N. Crafts, *The Great Boom: 1950-73*, in M.S. Schulze (a cura di), *Western Europe: Economic and Social Change since 1945*, London-New York, Longman, 1998, pp. 50-51.

Capitolo sesto

Nascita ed evoluzione del Sistema monetario europeo

1. *L'esigenza di un'area di stabilità monetaria*

Il subbuglio economico e finanziario internazionale dei primi anni settanta aveva sospeso il processo di unificazione monetaria, ma nella seconda metà del decennio crebbe la disillusione europea nei confronti del nuovo sistema di cambi flessibili al quale appartenevano buona parte dei paesi CEE che avevano dovuto lasciare il Serpente monetario. In un famoso discorso tenuto all'Istituto universitario europeo di Fiesole nel gennaio del 1977, il presidente della Commissione europea Roy Jenkins criticò il concetto della «politique des petits pas», così come l'illusione che il coordinamento delle politiche su base volontaristica avrebbe condotto a una loro naturale convergenza verso l'Unione economica e monetaria (UEM). Jenkins si appellò invece all'esigenza di un grande balzo in avanti e alla necessità di trasferire i poteri a un'autorità centrale responsabile della politica economica e monetaria: «L'emissione di una moneta europea, sorretta dalla forza economica dei nove paesi [...] costituirebbe un pilastro congiunto nel sistema monetario mondiale in alternativa al dollaro»[1].

L'anno successivo, nel 1978, Helmut Schmidt, con l'appoggio di Giscard d'Estaing, inserì l'idea di un sistema monetario europeo come argomento di discussione nell'incontro di Copenaghen del Consiglio europeo (7-8 aprile 1978)[2]. Il cancelliere Schmidt propose di accordarsi su un tasso di cambio fisso, ma aggiustabile, che interessasse i paesi CEE. Questa proposta ebbe origine da varie motivazioni, condivise da più paesi europei, tra le quali, oltre alla delusione nei confronti dei risultati derivanti dall'appartenenza al sistema di tassi di cambio flessibili, la convinzione che l'instabilità internazionale e l'inflazione avessero minato la fiducia degli imprenditori,

mentre il discreto successo contro l'inflazione ottenuto nei paesi facenti ancora parte del Serpente monetario attestasse concretamente la strada da seguire.

Il Consiglio demandò alle istituzioni comunitarie lo studio dei meccanismi e degli strumenti da utilizzare per la creazione di un sistema monetario europeo, e a dicembre, riunito a Bruxelles, adottò «la risoluzione sulla creazione del Sistema monetario europeo e questioni connesse», che divenne operativa il 13 marzo del 1979[3]. Fu notevole la rapidità con la quale il consenso di Copenaghen venne trasformato e articolato in decisioni politiche che tradussero in pratica la fisionomia dello SME. Si decise di ridurre gradualmente le fluttuazioni delle monete uscite dal Serpente (franco francese, sterlina inglese e lira italiana), per permetterne il rientro nel nuovo sistema, il quale era parzialmente aperto (per il meccanismo di cambio e di intervento) anche ai paesi europei «che hanno legami economici e finanziari particolarmente stretti con la Comunità»[4]. La creazione dello SME rispecchiava una preoccupazione di fondamentale importanza: evitare che l'instabilità monetaria rimettesse in causa il processo d'integrazione reale nella Comunità. Si prevedeva infatti l'istituzione di un Fondo monetario europeo (composto dal 20% delle riserve in oro e in dollari detenute dalle banche centrali) denominato nell'unità monetaria europea (European Currency Unit o ECU) da utilizzarsi negli interventi e nei rapporti tra banche centrali. Il dollaro avrebbe perduto la funzione di strumento monetario nei rapporti tra i paesi membri e l'ECU avrebbe quindi rappresentato un embrione della futura «moneta europea»[5]. Secondo la risoluzione finale del Consiglio europeo l'ECU avrebbe costituito il nodo centrale dello SME quale denominatore per il meccanismo del tasso di cambio, quale base per l'indicatore di divergenza, quale denominatore per le operazioni relative ai meccanismi d'intervento e di credito e, infine, quale mezzo di regolamentazione fra le autorità monetarie della Comunità.

La filosofia dello schema di funzionamento dello SME derivava dal convincimento che le economie europee non avessero ancora raggiunto lo stato di coesione e integrazione necessario per varare un sistema di cambi fissi. Le divergenze ancora esistenti (più che evidenti nel tasso di inflazione) non permettevano di rinunciare allo strumento di aggiustamento a lungo termine dell'equilibrio esterno costituito dal tasso di cambio. Tuttavia, le manovre relative al tasso di cambio

dovevano consistere in «tempestivi e discreti» adeguamenti effettuati tramite accordo reciproco[6]. L'organizzazione di questo nuovo sistema avrebbe poggiato su tre elementi fondamentali: l'ECU, il meccanismo di cambio e di intervento (e quindi la possibilità di variazione delle parità ufficiali) e le facilitazioni di credito tra paesi della Comunità.

1.1. *L'organizzazione del nuovo Sistema monetario europeo*

La novità maggiore rispetto al Serpente fu l'istituzione dell'ECU al fine di rendere il sistema meno asimmetrico. L'ECU, tecnicamente, manteneva inalterati la natura e il contenuto dell'UCE (Unità di conto europea) istituita nel lontano 1958 al momento dell'entrata in funzione del mercato comune. Originariamente, in verità, l'UCE era stata ideata dall'Unione europea dei pagamenti nel 1950 (equivaleva al contenuto aureo del dollaro fissato negli accordi di Bretton Woods) e rimase successivamente in uso come unità di conto di bilancio della CEE. Il valore dell'UCE in moneta nazionale corrispondeva al tasso di cambio tra le singole monete e il dollaro. Con la fine del *dollar standard*, la CEE decise (15 marzo 1975) la nascita della «nuova UCE» definita come la somma di un ammontare fisso delle 9 monete CEE[7].

L'ECU non fece altro che riproporre il meccanismo del paniere (*basket mechanism*) alla base dell'UCE. I tassi di cambio delle monete venivano valutati ponderandoli sul paniere che racchiudeva tutte le monete dei paesi membri, anche quelle che avevano deciso di rimanere al di fuori dello SME. Il peso relativo delle varie valute SME all'interno del paniere rifletteva la diversa importanza economica di ciascun paese stimata in base a indicatori precisi (tab. 6.1)[8].

Come mostra la seconda colonna della tabella 6.1, l'ECU era composto letteralmente da 151,5 lire italiane, 1,332 franchi francesi, 0,6242 marchi tedeschi, e così via. Tuttavia, il peso reale di ciascuna valuta nel paniere cambiava a causa dei movimenti del tasso di cambio e il peso percentuale di ciascuna valuta nell'ECU (terza colonna) è quello scaturito dal riallineamento del 6 marzo 1995.

Ogni valuta CE aveva inoltre un tasso centrale definito in ECU, questi tassi centrali a loro volta erano usati per stabilire

TAB. 6.1. *Composizione e peso di ciascuna valuta nell'unità monetaria comune*

Valuta	Composizione dell'ECU (20 settembre 1989)	Peso percentuale (6 marzo 1995)
Marco tedesco	0,62420	32,68
Franco francese	1,33200	20,79
Sterlina inglese	0,08784	11,17
Fiorino olandese	0,21980	10,21
Franco BLUE	3,43100	8,71
Lira italiana	151,80000	7,21
Peseta spagnola	6,88500	4,24
Corona danese	0,19760	2,71
Sterlina irlandese	0,00852	1,08
Scudo portoghese	1,39300	0,71
Dracma greca	1,44000	0,49
		100,00

Fonte: R. Bladen-Howell, *The European Monetary System*, in M. Artis e N. Lee, *The Economics of the European Union*, Oxford, Oxford University Press, 1997, p. 332.

una griglia di tassi di cambio bilaterali. Ad esempio, il valore dell'ECU in lire era dato dalla sommatoria del prodotto fra la quantità, che non poteva variare, delle monete contenute nel paniere e i tassi di cambio bilaterali (in termini di lire italiane)[9]. Dato però che i tassi di cambio potevano variare, nel caso di svalutazione della lira il peso di tale valuta nel paniere diminuiva (quindi, nel caso della tabella, il valore del 7,21% si abbassava in proporzione all'entità della svalutazione), mentre contestualmente aumentava il peso delle altre valute partecipanti al meccanismo. Ciò causava indubbiamente dei problemi: dato che l'ammontare di lire nel paniere rimaneva invariato (151,8) se la lira si deprezzava, diminuiva anche la sua importanza nella valutazione dell'ECU. Contestualmente aumentavano di importanza le valute forti. Per ragioni politiche ciò era inaccettabile e quindi fu deciso di cambiare ogni cinque anni le quantità di ogni valuta nel paniere in modo da mantenere quote relativamente stabili nel lungo periodo. Di solito queste modifiche hanno comportato aumenti nell'ammontare delle valute deboli, come la lira, e riduzioni nelle valute forti, come il marco[10].

Il ruolo dell'ECU nello SME, tuttavia, nonostante le speranze dei fondatori, non è mai stato fondamentale. L'ECU è stato utilizzato come unità di conto per definire le parità centrali e quindi le parità bilaterali tra le varie valute partecipanti al

sistema, ma, come vedremo, il suo ruolo quale strumento di intervento nei mercati dei cambi è stato marginale e la speranza che l'ECU potesse introdurre maggior simmetria nel sistema degli interventi a sostegno delle valute deboli si è rivelata illusoria.

1.2. *Il meccanismo di cambio e di intervento e i meccanismi di credito*

Come il sistema di Bretton Woods, anche lo SME può essere definito un sistema «a cambi fissi ma aggiustabili»: i paesi partecipanti determinavano un tasso di cambio ufficiale detto tasso centrale per tutte le loro monete e una banda intorno a questi tassi centrali all'interno della quale i cambi potevano fluttuare liberamente[11]. Attraverso il meccanismo del tasso di cambio (*exchange rate mechanism*) era possibile variare le parità ufficiali. Le parità centrali potevano essere modificate in caso di svalutazione o rivalutazione di una o più monete: si aveva allora un riallineamento delle parità, si calcolavano i nuovi tassi centrali e si costruiva una nuova griglia. I margini di fluttuazione attorno ai tassi centrali furono fissati al ± 2,25% per Belgio, Danimarca, Germania, Francia, Lussemburgo e Olanda, mentre alla lira venne permesso di operare all'interno di margini del ± 6%[12]. Ciò consentiva ai tassi di cambio di oscillare al massimo del 4,5% e, nel caso dell'Italia, del 12%: si trattava di bande di oscillazione relativamente ampie che hanno garantito al sistema una discreta longevità (fino alla crisi del 1992-93). Come vedremo, infatti, la presenza di tali bande di oscillazione ha permesso alle valute più deboli di effettuare svalutazioni periodiche al riparo da attacchi speculativi, in quanto il riallineamento atteso determinava un nuovo tasso centrale sempre all'interno del margine di oscillazione della banda. L'Italia usò la banda di fluttuazione più larga (± 6%) fino al 1990 quando decise di usare la banda stretta. Anche ai tre paesi entrati per ultimi nello SME: Spagna (1989), Regno Unito (1990), e Portogallo (1992) venne permesso di usare la banda di fluttuazione più ampia.

Il meccanismo di intervento si basava sull'indicatore di divergenza, il cui funzionamento aveva lo scopo di stabilire una presunzione di azione da parte delle autorità responsa-

bili della moneta il cui corso oltrepassava i limiti prestabiliti rispetto all'ECU. L'indicatore di divergenza – fissato al 75% dello scarto massimo ammesso per ciascuna moneta – indicava la misura in cui una determinata moneta si avvicinava al suo limite superiore o inferiore: era un campanello di allarme che segnalava la necessità alle autorità monetarie nazionali di prendere misure correttive[13]. Tuttavia, in pratica, l'indicatore di divergenza definito in base ECU non ha mai funzionato in maniera adeguata ed è stato rapidamente abbandonato. Caddero parallelamente in disuso i meccanismi di credito a brevissimo termine (nati per fronteggiare oscillazioni temporanee nella domanda di valute), già in vigore precedentemente allo SME. Tali meccanismi erano stati ideati per sostenere una valuta debole e implicavano anche interventi da parte del paese a valuta forte volti ad aumentare lo stock di moneta e diminuire il tasso di interesse. In caso di necessità di aggiustamento, l'intervento avrebbe dovuto essere condotto nelle valute di entrambi i paesi, in modo da rendere simmetrico l'effetto monetario nelle due economie. L'insuccesso palese sia dell'indicatore di divergenza, che delle disponibilità creditizie a brevissimo termine mostrò in poco tempo che il tentativo compiuto con lo SME di stilare delle regole che avrebbero garantito un certo livello di simmetria fra valute forti e deboli – costringendo entrambe (e non solo quelle deboli) a intervenire sul mercato dei cambi – era di fatto irrealizzabile[14].

2. *La frequenza dei riallineamenti nello SME e il problema della credibilità*

Il maggior problema in un sistema a tassi di cambio fissi ma aggiustabili è quello della credibilità. Quando l'impegno nei confronti del tasso di cambio fisso diventa poco credibile (per motivi interni, quali un'impennata salariale o il perseguimento di politiche inflazionistiche che costringono a periodiche svalutazioni) la moneta è sottoposta a crisi speculative. Le svalutazioni ricorrenti, in particolare, sono anticipate dagli operatori e provocano crisi speculative su larga scala in prossimità delle date del riallineamento previsto. Esistono due modi per risolvere il problema della credibilità, il primo è convincere gli speculatori che l'obiettivo primario delle autorità

monetarie è il mantenimento del tasso di cambio fisso, quali che siano i costi in termini di produzione e occupazione, il secondo è fissare bande di oscillazione relativamente ampie, che permettono una relativa flessibilità. Come abbiamo visto, le bande di oscillazione del ± 2,25% rispetto ai tassi centrali hanno permesso allo SME di superare abbastanza bene il problema della credibilità. La possibilità di oscillazioni massime del tasso di cambio del 4,5% e, nel caso dell'Italia, del 12%, hanno consentito alle autorità dei paesi ad alta inflazione di modificare regolarmente il tasso di cambio con variazioni di lieve entità senza dover affrontare grandi crisi speculative prima di ogni riallineamento atteso[15]. Nel caso italiano, per compensare l'eccesso del tasso di inflazione la lira poteva essere svalutata periodicamente dell'8% al riparo da attacchi speculativi, dal momento che il nuovo tasso di mercato era comunque all'interno della banda. Negli anni ottanta le autorità monetarie di diversi paesi europei furono in grado di limitare gli attacchi speculativi, mantenendo l'entità dei riallineamenti all'interno della banda di oscillazione (fa eccezione il caso del franco francese, i cui tre riallineamenti nel corso del 1982-83 furono molto maggiori dell'ampiezza della banda, dando luogo a ingenti attacchi e profitti speculativi). Le bande di oscillazione relativamente ampie dello SME, quindi, hanno permesso alla maggior parte dei paesi europei di contenere l'azione degli speculatori, i quali sono sempre disposti a scommettere considerevoli quantità di denaro, comprando ad esempio ingenti quantità di dollari contro lire, per trarre profitto dai guadagni attesi da un'imminente svalutazione della lira[16].

Ripercorriamo brevemente i momenti più significativi della vita dello SME. Il periodo che va dal 1979 al 1987 è stato caratterizzato da relativa stabilità nei tassi di cambio, con fluttuazioni di modesta entità: si sono verificati 12 riallineamenti, come mostra la tabella 6.2 (vennero tutti definiti attraverso negoziati). I riallineamenti periodici servivano per riequilibrare i differenziali nel tasso di inflazione, con il fine di mantenere costante la competitività delle industrie nazionali (tra il 1979 e il 1985 la Francia svalutò del 9,25% nei confronti dell'ECU e l'Italia del 20,25%)[17]. Tra il 1987 e il 1992 non si ebbero riallineamenti e si raggiunse l'obiettivo primario della stabilità dei tassi di cambio: lo SME, contrariamente alle previsioni di molti economisti, fino ad allora rappresentò un esperimento felice.

TAB. 6.2. *Cronologia dei riallineamenti nello* SME

Data	Valuta	Riallineamenti (%)
	1979	
13 marzo	Inizio SME bande ± 2,25% (tranne l'Italia)	
24 settembre	Marco	+ 2
	Corona	– 2,29
30 novembre	Corona	– 4,76
	1981	
23 marzo	Lira	– 6
5 ottobre	Marco, fiorino	+ 5,5
	Franco francese, lira	– 3
	1982	
22 febbraio	Franco belga	– 8,5
	Corona	– 3
14 giugno	Marco, fiorino	+ 4,25
	Lira	– 2,75
	Franco francese	– 5,75
	1983	
21 marzo	Marco	+ 5,5
	Fiorino	+ 3,5
	Corona	+ 2,5
	Franco belga	+ 1,5
	Franco francese, lira	– 2,5
	Sterlina irlandese	– 3,5
	1985	
22 luglio	Franco belga, corona, marco, franco francese, fiorino, sterlina irlandese	+ 2
	Lira	– 6
	1986	
7 aprile	Marco, fiorino	+ 3
	Franco belga, corona	+ 1
	Franco francese	– 3
4 agosto	Sterlina irlandese	– 8
	1987	
12 gennaio	Marco, fiorino	+ 3
	Franco belga	+ 2
	1989	
19 giugno	Entra la peseta con bande ± 6%	
	1990	
8 gennaio	La lira adotta bande ristrette	– 3,7
8 ottobre	Entra la Gran Bretagna con bande ± 6%	
	1992	
6 aprile	Entra lo scudo con bande ± 6%	

TAB. 6.2. *(segue)*

Data	Valuta	Riallineamenti (%)
14 settembre	Franco belga, marco, fiorino, corona, scudo, franco	+ 3,5
	Sterlina irlandese, peseta, sterlina, lira	– 3,5
17 settembre	Sterlina e lira lasciano lo SME	
	Peseta	– 5
23 novembre	Scudo, peseta	– 6
	1993	
1° febbraio	Sterlina irlandese	– 10
14 maggio	Peseta	– 8
	Scudo	– 6,5
2 agosto	Si allargano le bande a ± 15%	
	1995	
1° gennaio	Entra l'Austria (rimangono fuori Svezia e Finlandia)	
5 marzo	Peseta	– 7
	Scudo	– 3,5
	1999	
1° gennaio	Nasce l'UEM	

Fonte: I. Barnes e P.M. Barnes, *The Enlarged European Union*, London-New York, Longman, 1995, p. 129.

Nel 1992-93 il sistema venne travolto da una crisi che fece vacillare l'organizzazione monetaria europea, costrinse i governi ad abbandonare i vecchi margini ristretti di fluttuazione e sembrò persino inficiare i passi già compiuti verso l'unificazione monetaria. Quali furono i fattori scatenanti della crisi? Le cose erano cominciate a cambiare alla fine degli anni ottanta, quando i paesi della CEE attuarono due iniziative di primaria importanza e cariche di conseguenze:

– misero in chiaro che il fine ultimo dello SME doveva essere stabilire tassi di cambio fissi, e non più aggiustabili, tra le valute europee;

– decisero di eliminare i controlli residui sulla libera circolazione dei capitali.

La prima iniziativa scaturì dall'accordo Basilea-Nyborg del settembre 1987. Come contropartita all'estensione delle disponibilità creditizie (che avrebbero dovuto rendere il sistema meno asimmetrico) i paesi partecipanti si impegnarono a ridurre al minimo i riallineamenti delle parità centrali[18].

La decisione di liberalizzare del tutto i movimenti di capitale, era contenuta nella direttiva emanata nel 1988 (preceduta da una molto più blanda del 1986), che dava attuazione agli artt. 67-73 del Trattato di Roma, relativi alla piena libertà dei movimenti di capitale. Tale direttiva, oltre ad abolire il duplice mercato dei cambi in vigore in Belgio e Lussemburgo, impose l'eliminazione di tutti i restanti controlli sui capitali entro il 1° luglio 1990[19]. Essa colpì in particolare Francia e Italia, i due paesi che avevano maggiormente usato i controlli sui capitali negli anni ottanta. Come ha scritto De Grauwe: «I controlli tendevano a ridurre l'entità dei fondi che si potevano mobilitare per attaccare una moneta e in tal modo davano alle autorità il tempo di organizzare un ordinato riallineamento dei cambi»[20]. Costituivano perciò un meccanismo utilissimo nelle mani delle autorità monetarie nazionali per limitare gli attacchi speculativi in prossimità di un riallineamento dei cambi. La liberalizzazione completa dei movimenti di capitale accrebbe quindi la vulnerabilità dello SME e fece ricadere sui differenziali del tasso di interesse il peso di prevenire le fughe dei capitali dai paesi a elevata inflazione. Di conseguenza, il debito pubblico dei paesi dello SME con un'alta inflazione, che dovevano mantenere elevati tassi di interesse (Belgio, Danimarca, Irlanda, Italia), raggiunse livelli molto elevati.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale rese inevitabile il passo verso l'unione monetaria. Un paese che abbia adottato la piena liberalizzazione dei movimenti di capitale e voglia stabilizzare il suo tasso di cambio dovrà fissare il tasso di interesse interno allo stesso identico livello di quello del paese al quale è ancorata la propria moneta. Dal momento che, a questo punto, la politica monetaria è decisa all'esterno (dalla Bundesbank nel caso dello SME), il paese ha in effetti perso la propria indipendenza per quel che riguarda la politica monetaria. Alcuni autori sostengono che i politici europei, forse accecati dai successi dello SME, non avevano correttamente percepito che la liberalizzazione dei flussi di capitale avrebbe significato la fine dell'indipendenza della politica monetaria in tutti i paesi tranne uno (la Germania)[21].

La liberalizzazione dei movimenti di capitale, unita all'intenzione di passare a tassi di cambio fissi non più aggiustabili, determinò la perdita definitiva di flessibilità del sistema; l'unica arma rimasta contro gli speculatori era convincerli della volontà

certa e inamovibile delle autorità monetarie di mantenere fisso il tasso di cambio. Questa volontà risultò credibile fintantoché la crisi del 1992-93 non fece vacillare il sistema e l'impegno nei confronti dei tassi di cambio fissi perse velocemente di credibilità (si veda il paragrafo successivo).

La conclusione evidente è che, una volta liberalizzati i movimenti di capitale, la scelta di una moneta unica è divenuta obbligata per l'Europa[22]. Nella metafora di Jossa, l'economia è il cavallo e la politica il carro che lo segue. L'economia ci ha portato alle soglie della moneta unica: l'abolizione dei dazi doganali ha dato una spinta decisiva alla progressiva unificazione dei mercati europei e, gradualmente, l'unificazione dei mercati è giunta a un punto in cui è sembrato necessario abolire le barriere non tariffarie al commercio intraeuropeo, tuttavia, la liberalizzazione del movimento delle merci e dei servizi alla fine ha portato con sé anche la liberalizzazione dei movimenti di capitale che ha rappresentato un fatto di tale importanza da spingere fortemente – come hanno dimostrato le crisi speculative del 1992 e 1993 – a compiere anche l'ultimo passo verso l'unione economica europea, il passaggio alla moneta unica[23].

3. *La crisi del 1992-93 e il ruolo degli speculatori*

Per diversi anni lo SME funzionò senza problemi eccessivi, ma la crisi dei primi anni novanta mise a nudo le debolezze del «quartetto inconciliabile» nella famosa definizione di Padoa-Schioppa[24]. Tale quartetto era dato da quattro fattori, alcuni dei quali presenti solo dall'inizio degli anni novanta nello SME, tra loro impossibili da conciliare: *a*) piena libertà degli scambi; *b*) perfetta mobilità dei capitali; *c*) tassi di cambio fissi, ma aggiustabili; *d*) autonomia nazionale nella conduzione della politica monetaria. Come dimostrato dalla teoria economica e dall'esperienza storica, l'unica soluzione all'incoerenza del quartetto è completare il mercato interno con un'unione monetaria. Tuttavia, questo processo era ancora in fase di definizione quando nel 1992 l'esito negativo del referendum danese sul Trattato di Maastricht innescò diversi attacchi speculativi che fecero vacillare il Sistema monetario europeo, il quale per non affondare dovette essere rifondato su nuove basi (nuove bande di oscillazione)[25].

Le prime due valute che caddero sotto l'attacco degli speculatori furono la lira e la peseta. Vediamone le ragioni. Dopo il 1987, momento in cui era divenuto un sistema a cambi fissi, condizione necessaria per il buon funzionamento dello SME, era che i tassi di inflazione dei diversi membri, nel tempo, si uguagliassero. Ciò non era facile, dal momento che l'esistenza in ciascun paese di una diversa moneta, gestita da diverse istituzioni centrali con differenti preferenze e obiettivi politici, rendeva le divergenze nei tassi nazionali di inflazione quasi inevitabili. Il requisito della «convergenza nominale», quindi, come dimostra anche l'esperienza storica, è difficile da realizzare concretamente in un regime di tassi di cambio fissi, e le tensioni create dalla mancata convergenza sono alla base della disgregazione di tali regimi[26]. Come mostra la tabella 6.2, dopo il 1987 non vi furono più riallineamenti all'interno dello SME volti a compensare i differenziali nel tasso di inflazione. In precedenza, attraverso svalutazioni periodiche, Italia e Spagna erano riuscite a riequilibrare i loro livelli dei prezzi divergenti rispetto a quelli della Germania (frutto di un tasso di inflazione molto al di sopra di quello tedesco)[27]. Con l'impegno a mantenere tassi di cambio fissi questa possibilità era venuta meno, e quindi i tassi di inflazione rimasero più elevati (anche se ci fu un certo processo di convergenza verso i tassi tedeschi). Ciò voleva dire che dal 1987 i prezzi italiani e spagnoli erano continuati ad aumentare – a causa del differenziale nel tasso di inflazione – determinando una graduale, ma continua perdita di competitività delle rispettive industrie[28]. Nel caso italiano, i prezzi tra la fine degli anni ottanta e il 1992 erano aumentati del 30% circa rispetto a quelli tedeschi[29]. Questa situazione divenne insostenibile, lira e peseta erano chiaramente sopravvalutate, gli speculatori se ne accorsero e in breve tempo costrinsero la lira prima a svalutare del 7% poi a uscire dallo SME (17 settembre insieme alla sterlina) e costrinsero la peseta a un riallineamento del 5% (tab. 6.2). L'Italia rientrò nello SME solo il 25 novembre 1996.

Si innescarono crisi speculative anche nei confronti di valute reputate «solide» quali il franco e la sterlina. La causa scatenante fu certamente la grave recessione che colpì l'Europa dopo il 1992, ma furono le diverse opinioni sul tipo di politica economica da adottare per affrontare la crisi che determinarono l'insorgere di un conflitto fra la Germania da un lato e la Gran Bretagna e la Francia dall'altro. Il pomo della discordia era rappresentato dalla politica dei tassi d'interesse più adeguata da applicare al sistema: per la Bundesbank i tassi di interesse dovevano rimanere elevati (al fine di consentirle di proseguire con la sua politica monetaria restrittiva) mentre secondo Francia e Gran Bretagna i tassi andavano abbassati per fronteggiare la crisi (e si doveva perseguire una politica monetaria più espansiva).

È necessario a questo punto cercare di capire il comportamento della Bundesbank. I costi della riunificazione tedesca, avvenuta due anni prima, si facevano sentire in termini di pressioni inflazionistiche e aumento del deficit di bilancio. Nel 1991 la banca centrale tedesca avvertì il governo che avrebbe rialzato il tasso di interesse a meno che il deficit non venisse drasticamente ridotto. Alla fine dell'anno la politica monetaria tedesca divenne fortemente restrittiva, a causa dell'intenzione di segnalare al mercato l'assoluta indisponibilità ad assecondare ulteriormente il governo nella politica di inflazione salariale e blanda politica fiscale. Era ormai chiaro che la Bundesbank avrebbe perseguito l'obiettivo della stabilità monetaria utilizzando lo strumento del tasso di cambio, senza curarsi delle conseguenze per l'economia interna e con assoluto disinteresse per le implicazioni internazionali delle sue politiche[30].

La Germania il 16 luglio 1992 decise di alzare il tasso di sconto dall'8 all'8,75% (il tasso più elevato dal 1948) per fronteggiare la recessione. Come abbiamo visto, il tasso di sconto era l'unica arma rimasta in campo monetario per sostenere una valuta e difendersi dall'inflazione, ma alcuni membri dello SME non pensavano rappresentasse il mezzo migliore per rispondere a un rallentamento dell'attività economica.

Questo contrasto relativo alla politica economica non sfuggì agli speculatori, i quali attaccarono prima la sterlina e poi il franco, costringendo la sterlina a uscire dallo SME il 17 settembre del 1992 (il «mercoledì nero» come da allora viene chiamato) e a deprezzarsi notevolmente come essi avevano anticipato (del 10% nei confronti del marco tra settembre e dicembre del 1992)[31]. È interessante notare, a questo proposito, che quando gli speculatori si rendono conto che le autorità di un paese hanno un incentivo a modificare le loro politiche economiche, essi cominciano a speculare e, così facendo, finiscono per costringere il paese a uscire dal sistema. Gli speculatori, sia nel caso della Francia che in quello della Gran Bretagna,

avevano capito che i due paesi volevano attuare politiche monetarie più espansive per contrastare gli effetti della recessione, e quindi non intendevano seguire ulteriormente la Germania in materia di politica monetaria. Questo bastò per sferrare gli attacchi contro le due valute: aspettandosi una svalutazione, iniziarono a vendere sterline e franchi e, alla fine, l'attacco fu tale che costrinsero le autorità a svalutare (si parla in questo caso di «speculazioni le cui previsioni si autoavverano»).

Il 23 settembre si scatenò un attacco destinato all'insuccesso nei confronti del franco francese. A causa degli interventi intrapresi per contenere l'ondata speculativa, la Banca di Francia perdette riserve per 80 miliardi di franchi, alzò il tasso di interesse sui pronti contro termine al 13%, mentre la Bundesbank interveniva fortemente in aiuto del franco[32]. Tuttavia, nell'agosto del 1993 un nuovo attacco speculativo nei confronti del franco, innescato dalla convinzione che la Francia, di fronte ai problemi interni causati dalla recessione, avrebbe ridotto i tassi d'interesse, riuscì ad avere la meglio. Materialmente l'attacco si manifestò con una massiccia vendita di franchi contro marchi da parte degli speculatori e coinvolse sia la Banque de France che la Bundesbank. Se le due banche centrali fossero state disposte a cooperare, come era successo in precedenza, sarebbero sicuramente riuscite a battere gli speculatori: infatti se la Bundesbank fosse stata disposta a fornire marchi in quantità illimitata, cosa possibile dal momento che ne è la produttrice, la Banque de France avrebbe potuto vendere agli speculatori quanti marchi essi desideravano, rendendo inefficace l'attacco stesso. Inizialmente, in realtà, nel luglio del 1993, la Bundesbank comprò franchi francesi per 107 miliardi di marchi, 59 miliardi dei quali finirono per aumentare la liquidità della banca tedesca[33]. Alla fine, però, la Bundesbank ritenne che fornire un supporto illimitato alla Banque de France avrebbe interferito con i propri obiettivi di politica monetaria. Di conseguenza, smise di inviare marchi alla banca centrale francese, che divenne vittima inerme degli speculatori (il franco, prima della fine dell'anno, si svalutò del 5,7% nei confronti del marco). Quando perciò gli speculatori vincono la battaglia contro le banche centrali non è perché hanno più armi (cioè capitale), ma perché le banche centrali non vogliono usare il loro superiore armamento (cooperare). Se gli speculatori se ne rendono conto, intensificano il loro attacco e vincono[34]. Le banche centrali perdono contro gli speculatori perché non è più credibile il loro pieno impegno a mantenere il cambio fisso.

L'attacco speculativo contro il franco fu di intensità tale da convincere i ministri delle Finanze dei paesi della CEE, nella notte fra il 1° e il 2 agosto del 1993, ad ampliare «temporaneamente» le bande di fluttuazione, portando i margini dal ± 2,5% al ± 15%. Lo SME in questo modo venne trasformato in un regime di cambi quasi fluttuanti, con bande talmente ampie (le valute potevano arrivare a una fluttuazione del 30%) da eliminare la necessità di intervento e le opportunità di profitti speculativi (l'unico effetto di un attacco sarebbe stato muovere i cambi all'interno della banda)[35].

Nel comunicato che accompagnò questa decisione, i ministri e i governatori delle banche centrali riaffermarono «la determinazione di mettere in atto il Trattato sull'Unione Europea» e il loro appoggio «per le procedure e i criteri stabiliti dal Trattato nel rispetto del raggiungimento di un sufficiente grado di convergenza al fine di permettere la realizzazione dell'unione economica e monetaria»[36]. Numerosi osservatori parlarono, tuttavia, di crollo dello SME e fine prematura del processo di unificazione da poco varato a Maastricht.

4. *Asimmetria e convergenza nello SME*

L'asimmetria in un sistema a cambi fissi ma aggiustabili è data dal fatto che un solo membro, il leader, da una parte esercita un'influenza determinante nello stabilire le priorità delle politiche economiche di tutti i paesi membri e dall'altra può non farsi carico dell'onere di sostenere i tassi di cambio delle valute più deboli, lasciando ad esse soltanto il peso di sopportare il costo dell'aggiustamento. Il leader sarà un paese economicamente forte con scarsa propensione all'inflazione e la cui moneta può vantare un ruolo importante come valuta di riserva internazionale[37].

Lo SME rientra pienamente in questa descrizione, avendo sempre funzionato in modo asimmetrico. Come scrive Giavazzi: «Lo SME, come il *gold standard* e il sistema di Bretton Woods, è caratterizzato da un paese centrale (la Germania) la cui banca centrale persegue i suoi obiettivi monetari in maniera indipen-

dente dalle politiche intraprese dagli altri membri. I paesi, che si sono allineati in modo significativo alle politiche monetarie tedesche, hanno mantenuto una limitata indipendenza grazie all'uso sistematico dei controlli di capitale e all'adozione di svalutazioni periodiche del tasso di cambio»[38].

In effetti, si trattava di una coesistenza non facile tra una Germania a bassa inflazione, e un'Italia e una Francia che alla fine degli anni settanta mostravano pochi segni di rettitudine dal punto di vista del controllo dell'inflazione[39]. Tuttavia, fino alla fine degli anni ottanta, il sistema era abbastanza flessibile: se Italia e Francia non riuscivano ad adeguarsi alle politiche monetarie tedesche potevano almeno temporaneamente ricorrere ai controlli di capitale e condurre politiche monetarie indipendenti, che compensavano l'elevata inflazione con svalutazioni ricorrenti. Come abbiamo visto, tra il 1979 e il 1985, la svalutazione cumulativa della lira e del franco francese nei confronti dell'Ecu fu del 20,25 e del 9,25% rispettivamente, mentre la rivalutazione del marco rispetto all'Ecu raggiunse il 22,25%[40]. Riallineamenti periodici compensavano abbondantemente i differenziali di inflazione, al fine di mantenere costante la competitività interna, mentre i controlli sulla circolazione dei capitali tenevano a bada gli speculatori. Il sistema era asimmetrico, ma duttile e funzionale. L'asimmetria era data dal fatto che la Germania aveva assunto il ruolo di leader indiscusso potendo vantare sia forza economica che un tasso di inflazione molto basso.

È stato ampiamente dimostrato che è il tasso di inflazione più basso a recare i maggiori vantaggi in termini di benessere ai membri di un sistema a cambi fissi, ma come insegna la storia, non sempre il leader riesce a tenere sotto controllo l'inflazione: ciò avvenne, ad esempio, quando gli Stati Uniti nel sistema di Bretton Woods cessarono di essere il paese a bassa inflazione e di lì a poco anche il paese leader. Gli altri paesi finirono per non avere più incentivi a mantenere stabili le loro valute rispetto al dollaro e lasciarono fluttuare liberamente le loro monete. Da questo punto di vista, nel caso dello Sme, la scelta del leader tedesco si mostrò ben presto inopinabile per l'impegno costante con cui la Germania si prodigò al fine di tenere a bada le pressioni inflazionistiche.

Tale scelta implicò però l'esistenza di una forte asimmetria: la Germania di fatto esercitava una chiara egemonia, potendo

fissare in maniera indipendente sia lo stock di moneta che il tasso di interesse e potendo costringere le banche centrali degli altri paesi ad adeguarsi. Inoltre, nonostante la risoluzione del Consiglio europeo del 1978 prescrivesse alle banche centrali di coordinare le politiche dei tassi di cambio nei confronti dei paesi terzi, di fatto i paesi partner, con l'adeguarsi alla politica dei tassi tedesca, in pratica le delegavano tacitamente il mandato di adottare una politica comune nei confronti del dollaro[41].

Infine, nonostante lo Sme avesse previsto strumenti di intervento cooperativi, come abbiamo visto, essi non hanno mai funzionato: nella stragrande maggioranza dei casi sono state le divise più deboli che hanno dovuto sostenere l'intero costo dell'aggiustamento monetario.

Ciò nonostante, la flessibilità del sistema, garantita dai controlli sui capitali e dalle bande di oscillazione relativamente ampie, ha permesso allo Sme di funzionare con discreto successo per diversi anni. I guai più grossi sono cominciati quando si è tentato di farne un sistema più simmetrico e, contemporaneamente, si è deciso di eliminare tutti i residui controlli sui capitali e di impegnarsi a non riallineare le parità centrali.

Dal 1987, con l'evoluzione dello Sme in un sistema di cambi fissi, vennero poste le basi per la sua dissoluzione, che si materializzò in seguito alla recessione dell'economia europea del 1992-93. Fu l'incapacità di risolvere il conflitto a proposito di quali fossero le migliori misure di politica monetaria da adottarsi in caso di congiuntura negativa, che minò la fiducia nei tassi di cambio fissi e innescò le crisi speculative di quegli anni. A causa dell'incapacità dei paesi europei di trovare una soluzione cooperativa, divenne necessario diluire lo Sme allargando le bande di oscillazione.

Tuttavia, allo Sme vanno riconosciuti diversi meriti:

– esso fu alla base del processo di convergenza dell'inflazione all'interno della Comunità, dal momento che impose una disciplina monetaria. Come hanno dimostrato Giavazzi e Pagano, la benevola egemonia tedesca nello Sme ha aiutato la lotta all'inflazione negli altri paesi europei (e il processo di convergenza)[42]. Da un picco dell'11% nel 1980 il tasso di inflazione all'interno del sistema è sceso a un livello medio del 2% nel 1998;

– nonostante le ricorrenti crisi speculative, è stato un ordinamento che ha garantito per diversi anni una certa stabilità e solidità all'organizzazione monetaria europea.

Dopo il 1993 lo SME ha vissuto anni di considerevole tranquillità, grazie sia all'ampiezza delle bande di oscillazione che lo hanno protetto da devastanti attacchi speculativi (è divenuto alquanto improbabile infatti che un riallineamento superi il 30%), che alla prosecuzione del processo di convergenza delle economie europee, frutto dell'impegno al rispetto dei parametri di Maastricht (si veda il capitolo successivo). Nel gennaio del 1999 è stato istituito un nuovo meccanismo di cambio, SME 2 o ERM 2, che vincola all'euro le monete degli Stati membri non aderenti all'unione monetaria. La banda di oscillazione standard è rimasta il ± 15% rispetto alle parità centrali, ma a richiesta dello Stato membro interessato possono essere fissate bande di oscillazione più strette (come nel caso danese). Gran Bretagna e Svezia non partecipano per loro scelta all'ERM 2, mentre per i nuovi membri, dato che la partecipazione all'unione monetaria è parte integrante degli obblighi dell'adesione alla UE, non vale alcuna esenzione. Estonia, Cipro, Lettonia, Lituania, Malta, Slovenia e Slovacchia aderiscono all'ERM 2 ad una parità centrale concordata con l'Unione, mentre regimi speciali unilaterali sono stati previsti per Ungheria, Repubblica Ceca e Romania[43]. Per almeno due anni il loro tasso di cambio deve essere mantenuto dentro la banda di oscillazione dello SME, quindi, una volta soddisfatti anche gli altri criteri di convergenza fiscale e monetaria fissati nel Trattato di Maastricht, anche i nuovi membri potranno entrare a far parte dell'unione monetaria.

Note al capitolo sesto

[1] R. Jenkins, *European Monetary Union*, in «Lloyds Bank Review», n. 127, 1978, pp. 1-14 e in italiano *Sfide attuali e possibilità future dell'Europa*, in «Mondo Economico», 12 novembre 1977, pp. 56-60. Si vedano anche E. Tuccimei, *La moneta e la costruzione europea*, in «Thema», n. 2, 1978, pp. 26-60; M. Fratianni e J. von Hagen, *The European Monetary System and European Monetary Union*, Boulder, Co, Westview, 1992.

[2] D.W. Urwin, *The Community of Europe: A History of European Integration since 1945*, London-New York, Longman, 1991, p. 182.

[3] Risoluzione del Consiglio europeo del 5 dicembre 1978, Bruxelles. Si veda anche R.S. Masera, *L'unificazione monetaria e lo SME*, Bologna, Il Mulino, 1980, p. 92.

[4] Si veda l'interessante descrizione dello SME in «Economia Europea», luglio 1979, n. 3, pp. 69-112.

[5] B. Olivi, *L'Europa difficile*, Bologna, Il Mulino, 2000, p. 193.

[6] Masera, *L'unificazione monetaria e lo SME*, cit., p. 71.

[7] Il peso percentuale delle 9 monete CEE nell'UCE nel 1975 era il seguente:

Marco tedesco	27,3
Franco francese	19,5
Lira italiana	14,0
Fiorino olandese	9,0
Franco belga	7,9
Sterlina inglese	7,5
Corona danese	3,0
Sterlina irlandese	1,5
Franco lussemburghese	0,3
UCE	100,0

S. Bortolani, *L'evoluzione del sistema monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 1977, pp. 131-133.

[8] Tali indicatori erano: il peso relativo del PIL nazionale sul PIL comunitario, il peso nel commercio intracomunitario, il contributo di ciascun paese ai meccanismi di sostegno finanziario.

[9] Il valore dell'ECU in termini di lire *i* viene definito come segue: $ECU_i = S_j a_j S_{ji}$ dove a_j è la quantità di moneta contenuta nel paniere; S_{ji} è il prezzo della moneta *j* in unità di lire *i* (il tasso di cambio bilaterale).

[10] Bisogna inoltre notare che quando una moneta si deprezza rispetto alle altre monete del paniere, il deprezzamento rispetto all'ECU sarà normalmente più basso, in quanto una valuta non si può deprezzare rispetto a se stessa. Quindi, tanto maggiore è la quota della lira nel paniere tanto minore sarà il deprezzamento rispetto all'ECU (e viceversa). Nel Trattato di Maastricht (1992) si è deciso di risolvere questo problema congelando le a_i ossia l'ammontare delle varie monete contenute nel paniere.

[11] P. De Grauwe, *Economia dell'integrazione monetaria*, Bologna, Il Mulino, 1996, pp. 124-129.

[12] La Gran Bretagna, pur aderendo allo SME, decise inizialmente di non partecipare al meccanismo del tasso di cambio, per cui non è stata tenuta a rispettare i margini di fluttuazione ed è stata esclusa dalle facilitazioni creditizie a breve termine (anche se la sterlina è stata inclusa nel paniere ECU).

[13] Per una spiegazione dettagliata sugli scarti massimi e sulle soglie di divergenza si veda J. van Ypersele, *The European Monetary System*, Bruxelles, Commission of the European Community, 1987, pp. 50-57.

[14] L. Tsoukalis, *La nuova economia europea*, Bologna, Il Mulino, 1998, p. 203.

[15] De Grauwe, *Economia dell'integrazione monetaria*, cit., pp. 131-144.

[16] *Ibidem*, p. 145.

[17] W.H. Buiter, G. Corsetti e P.A. Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation: The Lessons of the 1992-3 Exchange Rate Mechanism Crisis*, Cambridge, Cambridge University Press, 1998, p. 25.

[18] Tsoukalis, *La nuova economia europea*, cit., p. 204. Per una dettagliata descrizione delle misure di rafforzamento dello SME adottate a Nyborg (Danimarca) nel settembre del 1987 in occasione del Consiglio informale ECOFIN del 12-13 settembre si veda R.S. Masera, *L'unificazione monetaria e lo SME*, cit., pp. 261-263.

[19] Vennero concessi due anni in più a Spagna, Portogallo, Grecia e Irlanda.

[20] De Grauwe, *Economia dell'integrazione monetaria*, cit., p. 147.

[21] L'unico modo attraverso il quale gli altri membri (Francia, Italia e Spagna in particolare) potevano riguadagnare qualche influenza sulle loro politiche monetarie era creare un'istituzione monetaria europea più vasta che soprassedesse alla Bundesbank e nella quale avrebbero avuto voce in capitolo. Si veda C. Wyplosz, *EMU: Why and How It Might Happen*, in «Journal of Economic Perspectives», n. 4, 1997, pp. 3-22.

[22] M. Pivetti, *Monetary versus Political Unification in Europe. On Maastricht as an Exercise in «Vulgar» Political Economy*, in «Review of Political Economy», n. 1, 1998.

[23] B. Jossa, *La moneta unica europea, argomenti pro e contro*, Roma, Carocci, 1999, pp. 33 ss.

[24] T. Padoa-Schioppa, *Lo SME: una visione di lungo periodo*, in F. Giavazzi, S. Micossi e M.H. Miller (a cura di), *Il sistema monetario europeo*, Roma-Bari, Laterza, 1993, pp. 371-387.

[25] Per il caso italiano, si veda Commission of the European Community, *Italy*, in «European Economy», 1993, pp. 72-73.

[26] Al contrario, nelle unioni monetarie dove la moneta è unica e gestita da un'unica banca centrale ciò non accade. Si veda su questo punto, e sulla necessità di una «convergenza reale», P. De Grauwe, *The Need for Real Convergence*, in C. Johnson e S. Collignon (a cura di), *The Monetary Economics of Europe: Causes of the EMS Crisis*, London, Pinter, 1994, pp. 270-271.

[27] Nel caso della lira è stato calcolato che fra il marzo del 1979 e il gennaio del 1987, quando ebbe luogo l'undicesimo riallineamento, la lira aveva sperimentato la più ingente svalutazione nei confronti del marco: 45%. Si veda Fratianni e von Hagen, *The European Monetary System and European Monetary Union*, cit., p. 26.

[28] Per un'analisi dettagliata dei problemi legati alla perdita di competitività in questo frangente si veda Buiter, Corsetti e Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation*, cit., pp. 43-46.

[29] European Commission, *European Economy*, cit.

[30] Per una ricostruzione dettagliata dei fatti si vedano Buiter, Corsetti e Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation*, cit., pp. 39-41; Commissione delle Comunità Europee, *European Economy*, cit., 1993.

[31] H. Ungerer, *A Concise History of European Monetary Integration*, London, Quorum, 1997, pp. 263-264.

[32] Dal momento che l'attacco non ebbe successo, la maggior parte delle riserve perdute tornarono poi in Francia per la fine del mese di ottobre, si veda Buiter, Corsetti e Pesenti, *Financial Markets and European Monetary Cooperation*, cit., p. 60.

[33] Ungerer, *A Concise History of European Monetary Integration*, cit., p. 266.

[34] De Grauwe, *Economia monetaria internazionale*, cit., p. 321.

[35] In alternativa all'allargamento delle bande di fluttuazione, alcuni economisti per «salvare lo SME» avevano proposto di reintrodurre i controlli sui capitali, in quanto anche se «non potevano aiutare le valute deboli in modo permanente, potevano tuttavia fornire il tempo necessario per organizzare al meglio i riallineamenti», si veda B. Eichengreen e C. Wyplosz, *How to save the EMS*, in Johnson e Collignon, *The Monetary Economics of Europe, Causes of the EMS Crisis*, cit., p. 182.

[36] «European Bulletin», n. 7/8, 1993, p. 21.

[37] Tsoukalis, *La nuova economia europea*, cit., p. 202.

[38] F. Giavazzi e A. Giovannini, *Limiting Exchange Rate Flexibility*, Cambridge, MA, MIT Press, 1988, pp. 10-11.

[39] Nel caso italiano, solo nel giugno del 1980 venne annunciato dalle autorità monetarie il passaggio a una politica economica anti-inflazionistica, si recise il legame con il Tesoro e si liberò la Banca d'Italia dal vincolo di fornire finanziamenti illimitati al deficit pubblico. F. Farina, *Monetary Policy*, in F. Francioni (a cura di), *Italy and EC Membership Evaluated*, London, Pinter, 1992, p. 7.

[40] G. Corsetti e P. Pesenti, *The (Past and) Future of European Currencies*, in «Cuadernos de Economia», aprile 2000.

[41] Tenaglia Ambrosini, *La moneta e l'Europa*, cit., p. 110.

[42] F. Giavazzi e M. Pagano, *The Advantages of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility*, in «European Economic Review», n. 32, 1988.

[43] Su l'ERM 2 si veda la Risoluzione del Consiglio Europeo sull'istituzione di un meccanismo di cambio nella terza fase dell'unione economica e monetaria, Amsterdam 16 giugno 1997; si veda anche: M. Nuti, *L'adozione dell'euro nell'Unione allargata: una corsa ad ostacoli*, in R. Cagliozzi, *Economia e politica dell'allargamento dell'Unione europea*, Torino, Giappichelli, 2004, p. 151.

Capitolo settimo

Il secondo rilancio europeo: l'Unione economica e monetaria

> Nelle transazioni delle nazioni più civilizzate rimane ancora tanta barbarie che quasi tutti i paesi indipendenti scelgono di affermare la loro nazionalità adottando, a scapito loro e dei paesi vicini, una moneta propria.
>
> J.S. Mill, 1848

> L'ideale sarebbe una moneta globale, in grado di annullare le attuali instabilità sui mercati dei cambi. Una moneta globale favorirebbe una competizione più equilibrata fra i diversi paesi del mondo.
>
> R. Mundell, intervista, in «Il Sole-24 Ore», 20 giugno 2000

1. *Il Trattato di Maastricht e la transizione a un'unione monetaria*

Nel giugno del 1988 il Consiglio europeo tenutosi ad Hannover ricordò che con l'adozione dell'Atto unico europeo nel 1986 (cap. 8, par. 3) i paesi membri avevano confermato l'obiettivo di realizzare progressivamente l'unione economica e monetaria. A questo fine, i capi di stato e di governo conferirono a un comitato presieduto da Jacques Delors, presidente della Commissione europea, «la missione di studiare e proporre le tappe concrete che porteranno all'unione economica e monetaria (UEM)»[1]. Le proposte di questo comitato sarebbero state esaminate al Consiglio europeo di Madrid nel giugno del 1989.

Il Rapporto Delors mise in chiaro che, per la creazione di un'unione economica e monetaria, il Trattato di Roma, integrato dall'Atto unico europeo per il completamento del mercato interno, doveva essere ulteriormente modificato e avrebbe a sua volta profondamente modificato le stesse legislazioni nazionali. Il risultato avrebbe implicato il trasferimento del potere decisionale dagli stati membri alla Comunità soprattutto nei campi della politica monetaria e della gestione macroeconomica. In

relazione alla prospettiva di unione monetaria, tre erano le condizioni necessarie, come già aveva precisato il Rapporto Werner del 1970:

1. la garanzia di una convertibilità totale e irreversibile delle monete;
2. la liberalizzazione completa dei movimenti di capitale e l'integrazione dei mercati bancari e finanziari;
3. l'eliminazione dei margini di fluttuazione e la fissazione irrevocabile delle parità[2].

Il Rapporto Delors, pur partendo da queste basi, fece ulteriori passi avanti. Le prime due condizioni, in effetti, erano già parte del programma per il completamento del mercato interno, la condizione più importante per un'unione monetaria sarebbe stata la terza, ovvero la fissazione irrevocabile del tasso di cambio. In futuro, quindi, anche la politica monetaria sarebbe stata inevitabilmente comune e il rapporto suggeriva di darla in gestione a un'istituzione nuova «in seno alla quale saranno prese decisioni collettive sia per quel che riguarda la crescita della moneta e del credito, sia per quel che riguarda l'utilizzo di altri strumenti di politica monetaria, come il tasso di interesse»[3]. Si delineava già nel rapporto, in dettaglio, la struttura e il funzionamento del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), governato da una «istituzione centrale e dalle banche centrali nazionali». Se è vero che il rapporto non accennava, esplicitamente, all'istituzione di una Banca centrale europea, le tre tappe del processo di unificazione economica e monetaria ricalcano da vicino quelle adottate in seguito dal Trattato di Maastricht, per cui «la terza tappa comincerà con il passaggio a tassi di cambio irrevocabilmente fissi e con l'attribuzione alle istituzioni comunitarie di tutte le competenze previste in campo monetario ed economico [...] Nel corso di questa tappa finale, le monete nazionali saranno sostituite da un'unica moneta comune»[4].

Parallelamente all'adozione di un'unica moneta, il coordinamento della politica macroeconomica e in particolare la determinazione di regole comuni e restrittive in materia di bilancio sarebbe stato un elemento fondamentale dell'unione economica (oltre alla promozione di una fattiva politica della concorrenza e di politiche comunitarie in campo regionale e strutturale). La creazione di un'area monetaria comune avrebbe impedito l'uso del tasso di cambio per correggere gli squilibri economici; quindi, al fine di evitare che gli stati membri ricorressero a deficit di bilancio eccessivi per fronteggiare una situazione economica in rapido deterioramento, si ritenne necessario fissare norme vincolanti per regolare la dimensione e le modalità di finanziamento dei disavanzi di bilancio nazionali.

Sulla base del Rapporto Delors, durante il Consiglio europeo tenutosi a Madrid nel giugno del 1989 venne presa la decisione di passare alla realizzazione della prima fase dell'UEM a partire dal 1° luglio del 1990 (data che coincideva con la liberalizzazione completa dei capitali in otto paesi della Comunità). Nello stesso anno, al Consiglio di Strasburgo si decise di convocare una nuova conferenza intergovernativa per preparare le necessarie revisioni del Trattato e dopo tre anni di lavoro, il 7 febbraio del 1992, venne infine firmato il Trattato di Maastricht, entrato in vigore il 1° novembre del 1993[5].

1.1. *Le fasi di attuazione del Trattato di Maastricht*

La strategia prevista dal Trattato per l'integrazione monetaria in Europa si è basata su due linee direttrici: un processo di transizione graduale suddiviso in tre fasi di attuazione e il soddisfacimento dei cosiddetti criteri di convergenza. La prima fase è stata fatta partire dal 1° luglio del 1990 (retrodatandone l'inizio rispetto alla firma del Trattato di Maastricht) e ha trovato piena applicazione con la completa liberalizzazione dei movimenti di capitale, mentre la prevista inclusione di tutte le monete nella banda ristretta dello SME, come abbiamo visto, ha vissuto momenti drammatici nel corso della crisi del 1992-93 e la conseguente uscita dell'Italia e della Gran Bretagna dagli accordi di cambio.

Nella seconda fase, iniziata il 1° gennaio 1994, i paesi membri dovevano conseguire una crescente convergenza economica in preparazione all'unione completa. Al fine di accertare scrupolosamente questo processo, il Comitato dei governatori delle banche centrali è stato sostituito dall'Istituto monetario europeo (IME) con sede a Francoforte (a sua volta l'IME nel maggio del 1998 si è evoluto nella Banca centrale europea). L'Istituto monetario europeo aveva anche il compito di raf-

forzare il coordinamento delle politiche monetarie e preparare tecnicamente la terza fase[6]. All'IME e alla Commissione europea è spettato il delicato compito di stendere il rapporto per accertare i progressi di ciascun paese verso la convergenza. Il Trattato di Maastricht prevedeva infatti che i paesi dell'Unione Europea per entrare nella UEM dovessero soddisfare i seguenti criteri di convergenza da verificarsi in base ai dati dell'anno precedente l'adesione[7]:

1. un tasso medio di inflazione che, «nel corso di due anni, non superi di oltre l'1,5% quello dei tre stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi», al momento della verifica, quindi, il tasso di inflazione non doveva essere superiore al 2,7%;

2. un bilancio pubblico caratterizzato da un disavanzo non superiore al 3% del PIL;

3. un tasso di cambio stabile, verificato attraverso la permanenza di ciascuna moneta nello SME «senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, per lo stesso periodo, il paese non deve aver svalutato il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti della moneta di nessun altro stato membro»;

4. tassi di interesse stabili e cioè un tasso di interesse sui titoli di stato a lungo termine che non superi di oltre il 2% quello della media dei tre paesi con minore inflazione – al momento della verifica quindi il livello del tasso di interesse non doveva superare il 7%;

5. un debito pubblico non superiore al 60% del PIL oppure «in diminuzione sostanziale e continua verso il valore di riferimento».

Il 2 maggio 1998 il Consiglio europeo straordinario, sulla base dei dati economici definitivi del 1997 (tab. 7.1) ha scelto i paesi candidati idonei, cioè quelli che avevano rispettato tutti e cinque i criteri fissati dal Trattato di Maastricht. Si trattava di 11 paesi: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna. La Gran Bretagna e la Danimarca[8] non sono state ammesse in quanto si sono avvalse della possibilità di rinuncia volontaria (*opt-out*). I rigidi criteri di convergenza alla fine non hanno ristretto in modo rilevante (come sperava la Germania) il numero dei paesi ammessi alla fase finale: solo Grecia e Svezia non sono stati dichiarati idonei. La Svezia non aveva rispettato

TAB. 7.1. *Indicatori economici e criteri di convergenza del Trattato di Maastricht*

	Inflazione		Tasso di interesse a lungo termine (%)	Avanzo (+) o disavanzo (–) dello stato (% del PIL)		Debito lordo dello stato (% del PIL)	
	1990	1997	1997	1990	1997	1990	1997
Belgio	3,5	1,4	5,7	– 5,4	– 2,1	131,0	122,2
Danimarca	2,5	1,9	6,2	– 1,5	0,7	59,6	65,1
Germania	2,6	1,4	5,6	– 2,1	– 2,7	43,8	61,3
Grecia	20,2	5,2	9,8	– 13,8	– 4,0	82,6	108,7
Spagna	6,4	1,8	6,3	– 4,3	– 2,6	44,9	68,8
Francia	2,9	1,2	5,5	– 1,6	– 3,0	35,4	58,0
Irlanda	2,6	1,2	6,2	– 2,2	0,9	96,8	66,3
Italia	6,2	1,8	6,7	– 10,9	– 2,7	97,9	121,6
Lussemburgo	4,2	1,4	5,6	5,8	1,7	5,4	6,7
Paesi Bassi	2,5	1,8	5,5	– 5,1	– 1,4	78,8	72,1
Austria		1,1	5,6	– 2,2	– 2,5	58,4	66,1
Portogallo	13,6	1,8	6,2	– 5,3	– 2,5	67,7	62,0
Finlandia		1,3	5,9	5,4	– 0,9	14,5	55,8
Svezia		1,9	6,5	4,2	– 0,8	43,8	76,6
Gran Bretagna	8,4	1,8	7,0	1,5	– 1,9	35,4	53,4
Media UE 12	5,2						
Media UE 15		1,8	6,3	– 3,5	– 1,3	55,0	70,9

Fonti: IME, *Rapporto annuale*, maggio 1998, p. 28; EUROSTAT, *Yearbook 2000*, p. 48; «European Economy», n. 50, dicembre 1991, p. 237.

i margini normali di fluttuazione previsti dallo SME nei due anni precedenti la verifica, la Grecia, al momento della verifica, non aveva soddisfatto «nessuno dei criteri di convergenza», (dal 1° gennaio 2001 però la Grecia, dopo un grande balzo in avanti che le ha permesso di raggiungere i parametri richiesti, ha fatto il suo ingresso nella UEM)[9].

Questo processo di convergenza verso i parametri di Maastricht non è stato affatto indolore e per molti dei paesi dell'Unione è stato sinonimo di avvio di drastiche politiche economiche, che, se in alcuni casi hanno aumentato il debito statale, hanno dato comunque luogo a risultati sorprendenti in termini di riduzione dell'inflazione (si veda il confronto con i dati per il 1990 nella tab. 7.1)[10].

La terza fase di attuazione del Trattato di Maastricht è effettivamente iniziata il 1° gennaio 1999 con l'introduzione dell'euro e la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio delle monete aderenti con l'euro, illustrata nella tabella 7.2.

Come stabilito dal Consiglio europeo di Madrid del dicembre 1995, l'euro ha sostituito l'ECU al tasso di cambio di 1 euro per 1 ECU. Contrariamente alle previsioni degli euroscettici che prevedevano attacchi speculativi e crisi sistemiche, l'avvio dell'UEM avvenne senza intoppi[11]. Ciò che sorprende circa la nascita dell'euro non è solo il parto indolore, ma anche il fatto che la gestazione di otto anni abbia seguito in gran parte le linee tracciate e la tabella di marcia su cui ci si accordò nel dicembre del 1991 a Maastricht, passando indenne attraverso una delle crisi più lunghe e profonde del sistema monetario europeo (avvenuta nel 1992-93) e il conseguente

TAB. 7.2. *Tassi di conversione dell'euro nelle valute degli undici stati membri che hanno adottato la moneta unica*

	euro 1
scellini austriaci (ATS)	13,7603
franchi belgi (BEF)	40,3399
franchi lussemburghesi (LUF)	40,3399
marchi tedeschi (DEM)	1,95583
pesetas spagnole (ESP)	166,386
marchi finlandesi (FIM)	5,94573
franchi francesi (FRF)	6,55957
sterline irlandesi (IEP)	0,787564
lire italiane (ITL)	1.936,27
fiorini olandesi (NLG)	2,20371
scudi portoghesi (PTE)	200,482

diffuso scetticismo sulla prospettiva di integrazione monetaria[12]. Vincenti, a questo proposito, sono state sia la risposta politica e istituzionale alla crisi del 1992-93, che ha fatto maturare un più forte consenso politico nei confronti della partecipazione alla UEM, sia la famosa tabella di marcia, il cui successo non fa che confermare la necessità di pattuire in anticipo la strada da percorrere, come è stato anche per il raggiungimento dei primi obiettivi di unificazione doganale fissati nel 1957.

L'attuazione della fase finale è stata suddivisa in 3 sottoperiodi: il primo, iniziato il 1° gennaio 1999, ha dato l'avvio alla fase finale dell'UEM. Dal 1° gennaio 1999 al 31 dicembre 2001, le valute nazionali hanno circolato a fianco dell'euro, a tassi irrevocabilmente fissi. Le operazioni interbancarie, tutte le transazioni tra la BCE e le banche commerciali e anche le emissioni di nuovi titoli di stato venivano effettuate in euro, anche se l'euro, in questo periodo, ancora non esisteva sotto forma di banconote e monete, ma era utilizzato in qualità di «moneta scritturale» o virtuale.

Nel secondo sottoperiodo, dal 1° gennaio al 1° luglio 2002, monete e banconote in euro hanno effettivamente fatto la loro comparsa e sostituito le valute nazionali che, di conseguenza, hanno perso il loro status di moneta a corso legale. Infine, dal 1° luglio 2002 in poi l'euro è divenuta l'unica valuta riconosciuta e gestita da un'unica banca centrale, la Banca centrale europea[13]. I pro e contro la moneta unica sono illustrati nel quadro 7.1.

Così si esprimeva la Commissione europea nel 1999 alla vigilia di questo triennio che avrebbe completato il processo di unificazione monetaria:

> Grazie all'eliminazione completa dei costi di transazione per le operazioni tra valute, l'euro consentirà una riduzione dei costi e semplificherà la vita dei cittadini europei. Nel cuore di un sistema economico internazionale integrato ove i flussi commerciali e finanziari si intensificano sempre più, essi instaurano una vasta zona di stabilità e di prosperità che minimizza le incertezze per i loro operatori. Parallelamente, grazie a un migliore sfruttamento delle complementarità tra le economie degli stati membri, la moneta unica consentirà all'Europa di ampliare la sua apertura sul mondo, rafforzando la sua posizione e il suo ruolo internazionale. L'euro è destinato a diventare una delle principali monete internazionali. Innanzitutto è chiamato a essere rapidamente una moneta di scambio e di fatturazione nell'ambito del commercio mondiale, per

QUADRO 7.1

Pro e contro la moneta unica

Benefici legati alla fissazione irrevocabile dei cambi e all'adozione di una moneta unica

1. Minore variabilità dei prezzi relativi di beni e fattori e perciò minore incertezza nella formazione delle aspettative sui prezzi futuri e nelle decisioni di investimento[a].
2. Aumento del commercio e dei movimenti di capitale.
3. Maggiore credibilità dell'orientamento anti-inflazionistico della politica monetaria e quindi maggiore efficacia di tale politica.
4. Impossibilità di ricorrere alla pratica delle svalutazioni competitive[b].
5. Riduzione del premio al rischio che i tassi d'interesse incorporano in previsione del rischio di svalutazione e quindi convergenza dei tassi di interesse al livello più basso.
6. Risparmio sulle commissioni di cambio[c].
7. Maggiore trasparenza dei prezzi relativi in Europa, minore segmentazione dei mercati (nascita del «consumatore europeo» in grado di ottenere prezzi migliori e con un potere d'acquisto garantito dalla stabilità della moneta unica).
8. Maggiore trasparenza e confrontabilità dell'imposizione fiscale e dei costi e benefici degli interventi pubblici.
9. Diffusione del senso di appartenenza all'Unione Europea.

Costi legati alla fissazione irrevocabile dei cambi e all'adozione di una moneta unica

1. Impossibilità di utilizzare la manovra del cambio per aggiustare gli squilibri della bilancia commerciale o per stabilizzare il ciclo economico di un paese.
2. Impossibilità di generare signoraggio[d] in modo autonomo da parte delle banche centrali nazionali (scegliendo di stabilizzare l'inflazione a tassi prossimi allo zero, l'importanza quantitativa del signoraggio è stata drasticamente ridotta).
3. Necessità di ridefinire il ruolo e il livello di centralizzazione della politica fiscale.
4. Squilibrio derivante dall'avere un'autorità monetaria centrale forte e un'autorità centrale debole data l'assenza di unione politica.

[a] Si tratta di un vantaggio molto importante per le piccole aziende che non si assicurano contro il rischio di cambio e per i paesi che hanno mercati finanziari poco sviluppati e non hanno accesso a sofisticate tecniche di copertura (*hedging*).

[b] La svalutazione del dollaro del 1933 rappresenta forse l'esempio classico di svalutazione competitiva, dal momento che non c'era nessuna pressione sulla bilancia commerciale e le riserve aurifere erano immense. Nell'ottobre del 1933 il dollaro venne svalutato nei confronti dell'oro del 59,06% e il prezzo dell'oro venne fissato a 35 dollari per oncia pura. Parte dei profitti (2.000 milioni di dollari) derivati dalla rivalutazione degli stock auriferi nazionali venne utilizzata per istituire un Fondo di stabilizzazione del cambio (Exchange Stabilization Fund). Foreman-Peck, *Storia dell'economia internazionale*, cit.

[c] La Commissione ha stimato che l'eliminazione dei costi di conversione di una moneta in un'altra porti a risparmi stimabili in 15 miliardi di ECU l'anno, pari a circa lo 0,4% del PIL della Comunità. Si veda M. Emerson *et al.*, *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press, 1992, pp. 63-69.

[d] Il termine signoraggio deriva dall'uso antico da parte dello stato di ricavare proventi dalla coniazione di monete attribuendo ad esse un valore più alto di quello del metallo in esse contenuto, oggi si intende per signoraggio l'aumento delle entrate attraverso l'inflazione: dalla metà degli anni ottanta però il gettito derivante dal signoraggio è diminuito nei paesi che ne avevano fatto uso (ad esempio, l'Italia) principalmente a causa della rigorosa riduzione dei tassi di inflazione.

Fonte: R. Rovelli, *La politica monetaria in Europa: una guida per il cittadino intelligente*, Università di Bologna, 8 gennaio 1999, p. 5.

via del ruolo molto importante che l'Europa riveste in questo ambito. Inoltre la credibilità dell'euro, supportato da un mercato finanziario vasto e molto liquido, contribuirà ad attrarre gli investitori esteri e permetterà loro di acquisire progressivamente uno status di moneta di riserva internazionale. Grazie al riconoscimento della sua stabilità e alla sua diffusione, l'euro offrirà all'Europa l'opportunità di ricercare con i suoi partner principali i mezzi per dare maggiore stabilità al sistema monetario internazionale e contribuirà pertanto a un migliore equilibrio delle relazioni monetarie internazionali.

È bene ricordare, comunque, che per sfruttare tutti i vantaggi potenziali esterni della creazione dell'euro, per svolgere il ruolo che le spetta sulla scena internazionale e per difendere con efficacia i suoi interessi, l'Europa deve essere in grado di «esprimersi con una sola voce»[14].

1.2. *Il Patto di stabilità e crescita*

Il Patto di stabilità e crescita, proposto dal ministro delle Finanze tedesco e adottato al vertice di Dublino nel 1996, ha l'obiettivo di evitare che, dopo aver introdotto la moneta unica

il 1° gennaio 1999, venga ad allentarsi la disciplina seguita dagli stati membri in materia di bilancio. Esso rafforza gli articoli del Trattato sulla disciplina fiscale nell'unione monetaria (99 e 104), ed è concretamente costituito da un pacchetto di provvedimenti tra cui la risoluzione del Consiglio europeo adottata ad Amsterdam il 17 giugno 1997 e due regolamenti del Consiglio del 7 luglio 1997, che ne precisano le modalità tecniche[15]. Il Patto di stabilità prevede essenzialmente misure preventive, volte a evitare che i paesi partecipanti alla zona euro facciano registrare disavanzi eccessivi (superiori alla soglia del 3% del PIL) e richiede agli stati membri il contenimento del debito pubblico. Esso prevede l'instaurazione di un sistema di allarme preventivo che comporta una rigorosa sorveglianza delle posizioni di bilancio dei paesi, e una serie di disposizioni dissuasive, nella forma di sanzioni finanziarie (dallo 0,2% a un tetto massimo dello 0,5% del PIL), nei confronti di quegli stati che non abbiano adottato adeguati provvedimenti per correggere una situazione di disavanzo eccessivo[16]. In un primo tempo, le sanzioni assumono la forma di un deposito infruttifero costituito presso la Commissione, successivamente, qualora il paese sia stato in grado di sanare la situazione entro due anni, il deposito gli viene rimborsato, in caso contrario il deposito verrà convertito in un'ammenda definitiva. Onde evitare che l'imposizione delle sanzioni pecuniarie possa avere un effetto controproducente, le multe vengono applicate solo dietro delibera del Consiglio e possono essere sospese se il deficit eccessivo è stato causato da circostanze «eccezionali e temporanee», come una grave recessione[17].

Il Patto è stato però recentemente riformato: nel 2005 due regolamenti del Consiglio hanno rafforzato il ruolo preventivo della Commissione nei procedimenti di deficit eccessivo, ma allentato i criteri della sua azione, che deve ora tenere in considerazione il ruolo delle riforme strutturali intraprese dai paesi nel contesto della sorveglianza sul bilancio, valutare quindi caso per caso se il deficit superiore al 3% possa dirsi eccessivo o meno. Inoltre, agli stati sotto esame per deficit eccessivo sono stati concessi 6 mesi (invece dei 4 precedenti) per iniziare ad intraprendere le misure necessarie e un anno di tempo (al massimo due) per rientrare nei limiti stabiliti[18].

Nel caso dell'Italia, la Commissione ha sorvegliato da vicino le finanze pubbliche italiane e, nel quadro della procedura di

allarme preventivo ha avvertito il governo che era necessario prendere adeguati provvedimenti in quanto il disavanzo di bilancio aveva superato, seppur lievemente, la soglia del 3% del PIL dal 2003 in poi e, secondo le previsioni, si sarebbe mantenuto al di sopra di tale livello anche nel 2006. Inoltre, il rapporto debito/PIL dell'Italia era davvero preoccupante aggirandosi sul 106-7% e non mostrava segni di decrescita. La Commissione pertanto nel giugno del 2005 ha invitato l'Italia a prendere provvedimenti su entrambi i fronti, giudicati nel febbraio 2006 soddisfacenti per quanto riguarda l'adozione delle misure per correggere il disavanzo eccessivo entro il 2007, mentre un maggiore impegno è stato richiesto al fine di ripristinare un buon livello di avanzo primario (negli ultimi anni pericolosamente assottigliatosi allo 0,6% del PIL) che consenta una più rapida riduzione del debito pubblico[19].

2. *Le banche centrali europee e la Banca centrale europea*

Le banche centrali in Europa nascono tra Otto e Novecento dalla trasformazione delle banche di emissione, inizialmente create per emettere banconote e gestire una parte del debito pubblico (tab. 7.3). La trasformazione in banche centrali implicò l'assunzione della duplice responsabilità di governare l'offerta di moneta fiduciaria e garantire la stabilità dei sistemi bancari. Non è un caso che tra il 1870 e il 1914 la relativa stabi-

TAB. 7.3. *La nascita della banca centrale in alcuni paesi*

Anno fondazione	Banca centrale	Monopolio emissione
1656	Ricksbank o Banca di Svezia	1668
1694	Banca d'Inghilterra	1742
1800	Banca di Francia	1848
1816	Banca Nazionale Austriaca	1892-1900
1850	Banca Nazionale del Belgio	1850
1875	Reichsbank	1875-1905
1860	Banca di Stato Russa	1897
1893	Banca d'Italia	1926
1913	Federal Reserve System	1913

Fonti: Nostre elaborazioni da G. Piluso, *Moneta e credito*, in P.A. Toninelli, *Lo sviluppo economico moderno dalla rivoluzione industriale alla crisi energetica (1750-1973)*, Venezia, Marsilio, 1997, e R. Cameron, *Storia economica del mondo*, Bologna, Il Mulino, 1989, pp. 483 ss.

lità dei principali sistemi finanziari europei venne assicurata da un patto di reciproca cooperazione, ancorché informale, tra le maggiori banche centrali. La capacità della Banca d'Inghilterra di intervenire a garanzia della stabilità monetaria e finanziaria dipese dalla disponibilità delle riserve auree della Banca di Francia, l'effettivo prestatore di ultima istanza internazionale dell'Ottocento. La Banca di Francia mise infatti a disposizione della Banca d'Inghilterra una parte consistente delle sue riserve auree durante le crisi del 1825, del 1836-39, del 1890 e del 1907 – sostegno ricambiato dai prestiti inglesi alla banca centrale francese nel 1845-46 e nel 1860 – assicurando in tale modo la stabilità non soltanto del sistema bancario inglese, ma dell'intero sistema monetario internazionale[20]. Questa stabilità si dissolverà con la prima guerra mondiale e non si riuscirà a riportarla in vita durante gli anni fra le due guerre.

Dopo la seconda guerra mondiale tutte le banche centrali europee erano legate a doppio filo all'Unione europea dei pagamenti, che permetteva loro di superare l'inconveniente dell'incovertibilità delle valute, tanto che Robert Triffin, nel lontano 1951, era dell'opinione che i progressi interni all'Unione dei pagamenti potessero portare a una completa integrazione monetaria in Europa. Come egli stesso suggerì alle autorità americane, la UEP andava trasformata in banca centrale per l'Europa, con lo scopo di costituire qualcosa di molto simile a un'area a moneta unica. Tuttavia, in questo caso, l'influenza statunitense andava moderata, tatto e discrezione avrebbero dovuto essere le parole d'ordine, in quanto «qualsiasi progetto, per quanto spettacolare e grandioso che venga da noi proposto e avviato sarebbe accolto da divertito scetticismo per la nostra ingenuità»[21]. Il progetto, in effetti, era in anticipo di quasi mezzo secolo sui lunghi tempi di attuazione dell'integrazione monetaria europea.

Se all'interno della CEE si cominciarono a presentare progetti concreti di integrazione monetaria (Piano Werner) già alla fine degli anni sessanta, l'idea di una banca centrale, quale istituzione sovranazionale e gestore indipendente della politica monetaria europea, dovette attendere il Rapporto Delors per la prima formulazione, il Comitato dei governatori per l'esplicita definizione e il Trattato di Maastricht per la definitiva realizzazione[22]. Tra il 1994 e il 1998, come abbiamo visto, ha operato una forma embrionale di Banca centrale europea: l'Istituto

monetario europeo (IME), il quale aveva il compito di promuovere la convergenza dei più importanti indicatori economici, di eseguire i preparativi necessari per la creazione del SEBC e per la realizzazione di una politica monetaria unitaria, nonché di una moneta unica. L'ultimo presidente dell'IME è stato l'ex governatore della banca centrale olandese Wim Duisenberg, che nel luglio del 1998 è succeduto al belga Alexandre Lamfalussy. La conferma data agli inizi di maggio dell'avvio della terza fase dell'UEM per 11 paesi ha voluto dire l'istituzione formale del SEBC e della BCE nonché la liquidazione dell'IME, le cui strutture sono confluite nell'erigenda Banca centrale europea. Duisenberg, unico candidato alla carica di presidente della BCE, è stato eletto «con il pieno appoggio del cancelliere Kohl e del presidente della Bundesbank, Hans Tietmeyer, i quali non vedevano di buon occhio l'eventualità di una presidenza francese nel primo periodo di vita dell'UEM, in cui l'euro ha dovuto superare non poche difficoltà per costruirsi la fama di moneta forte almeno quanto il marco tedesco»[23]. Dal 1° novembre 2003 presidente della Banca centrale europea è il francese Jean-Claude Trichet.

2.1. *Obiettivi e funzionamento della Banca centrale europea*

Come recita l'art. 105 del Trattato di Maastricht, il SEBC, composto dalla BCE e dalle banche centrali nazionali, «ha come obiettivo il mantenimento della stabilità dei prezzi» e, in secondo luogo, sostenere le politiche economiche generali della comunità. La BCE deve garantire ai paesi con una tradizione storica di bassa inflazione che sarà più intransigente della loro stessa banca centrale in fatto di stabilità dei prezzi[24].

Per assolvere la funzione di garante della stabilità dei prezzi la BCE deve godere di indipendenza politica, come previsto dall'art. 107, che vieta al SEBC, alla BCE e alle banche centrali nazionali la possibilità di «sollecitare o accettare istruzioni» da parte dei governi degli stati membri, i quali a loro volta si impegnano a non cercare di influenzare i membri degli organi decisionali monetari nell'assolvimento dei loro compiti.

Il nodo centrale, anche nel caso dell'indipendenza politica, è sempre l'inflazione. Diversi studi empirici hanno rilevato che nei paesi industrializzati, in particolar modo negli anni settanta

e ottanta, maggiore era il grado di indipendenza della banca centrale, minore era il livello di inflazione[25]. Di qui l'assunto, ampiamente dimostrato, secondo il quale le banche centrali che prendono ordini dal governo tendono a produrre livelli di inflazione più elevati rispetto alle banche centrali politicamente indipendenti.

Ma quale dovrà essere il tasso ottimale di inflazione cui attenersi? Il 13 ottobre 1998 il Consiglio dei governatori della BCE ha chiarito anche questo punto, annunciando formalmente la strategia monetaria. L'incremento annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo per l'area euro dovrà essere inferiore al 2%, perciò sembra che un tasso di inflazione nell'intervallo 0-2% sia compatibile con la stabilità dei prezzi. Il riferimento al medio termine riconosce che le autorità monetarie potrebbero essere incapaci di controllare la variabilità dei prezzi nel breve periodo. In particolare, in presenza di shock che minacciano la stabilità dei prezzi «un orientamento nel medio periodo è importante al fine di permettere una risposta graduale e misurata»[26]. Secondo alcuni autori, interpretando questa frase alla luce dell'esperienza della Bundesbank, la BCE potrebbe mostrare una certa flessibilità nel lasciar aumentare temporaneamente l'inflazione sopra il 2% se, poniamo, l'economia fosse colpita da uno shock dell'offerta (come, ad esempio, l'aumento dei prezzi petroliferi)[27].

Inoltre, nella conduzione della politica monetaria la BCE ha attribuito un ruolo preminente agli aggregati monetari. Il Consiglio direttivo della BCE ha fissato il valore di riferimento per la crescita della massa monetaria (4,5%) coerente con il conseguimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi e, sulla base di un'accurata analisi di un lungo elenco di indicatori di diverso status e natura, ha espresso l'intenzione di vigilare sui futuri sviluppi dei prezzi e sui rischi per la stabilità dei prezzi[28]. Questa analisi «valuterà un'ampia gamma di aspettative di inflazione elaborate dalle organizzazioni internazionali e da altre autorità, e produrrà le proprie valutazioni sull'evoluzione futura dell'inflazione»[29]. Tuttavia, la BCE non pubblica le sue previsioni sull'andamento dell'inflazione in quanto ciò non rifletterebbe a pieno il processo decisionale del Consiglio direttivo (l'organo decisionale più importante al quale spettano tutte le decisioni in materia di politica monetaria)[30] e alla fine non farebbe che confondere e fuorviare l'opinione pubblica.

Per quanto riguarda il funzionamento e l'organizzazione interna della BCE, ci si è in parte ispirati al Federal Reserve System americano. Negli Stati Uniti il Federal Reserve System è composto da un Consiglio dei governatori (Board of Governors) e da 12 banche della riserva federale (Federal Reserve Banks), ognuna delle quali ha competenze in un distretto, a sua volta composto da più stati[31]. Il sistema federale europeo condivide con quello americano la caratteristica di avere al vertice un unico organo decisionale: le banche centrali non prenderanno più decisioni relative alla politica monetaria e ai tassi di cambio, ma dovranno semplicemente dare attuazione alle decisioni prese dalla BCE.

Il Sistema europeo di banche centrali si differenzia da quello americano per il maggior grado di decentramento sia delle funzioni analitiche di supporto alle decisioni sia di quelle operative. Ciascuna banca centrale nazionale coadiuva la BCE nello sforzo decisionale tramite il suo servizio studi, attraverso l'invio di dati e proposte, e conserva importanti competenze operative quali la stampa delle banconote in euro e la raccolta e l'elaborazione delle statistiche monetarie e finanziarie (il conio delle monete è affidato alle singole zecche, la stampa delle banconote alle singole banche centrali). Inoltre, grazie alla politica di decentramento delle operazioni monetarie le aziende di credito continuano a mantenere le proprie disponibilità liquide in depositi presso la banca centrale nazionale del paese di residenza, non presso la BCE (ad esempio, i conti delle banche residenti in Italia sono oggi presso la Banca d'Italia)[32].

Infine, alle singole banche centrali nazionali rimane una funzione molto importante: quella di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e della stabilità del sistema finanziario[33]. Alcuni autori sostengono che sarebbe opportuno affidare anche la vigilanza sul sistema creditizio alla Banca centrale europea, dati i legami esistenti fra politica monetaria e politica creditizia. In effetti, l'intervento (tramite iniezione di liquidità) nei confronti di un istituto di credito in difficoltà comporta conseguenze anche a livello di politica monetaria in quanto modifica lo stock di moneta presente nel sistema[34]. Proprio per questo però, è difficile pensare che la BCE possa giungere a compiere interventi simili a causa degli effetti che l'immissione di elevate quantità di moneta determinerebbe sulla stabilità dei prezzi.

Rimane dunque un problema aperto: chi svolgerà il ruolo di *lender of last resort* (si veda il paragrafo successivo)?

Naturalmente, la politica di vigilanza delle banche centrali nazionali ha proprio lo scopo di evitare che si verifichino situazioni di insolvenza; per questo motivo ogni paese redige criteri prudenziali cui le banche si devono attenere. Nel caso italiano per garantire «la sana e prudente gestione» del sistema creditizio la Banca d'Italia si avvale della vigilanza strutturale o autorizzativa, regolamentare, informativa e ispettiva[35]. La vigilanza regolamentare ricopre un ruolo fondamentale in quanto stabilisce l'entità del patrimonio di vigilanza, che rappresenta l'elemento più importante per misurare la capacità della banca di fare fronte ai rischi dell'attività svolta. La fissazione, ad esempio, di coefficienti patrimoniali minimi obbligatori dovrebbe evitare alle banche il pericolo di esporsi al rischio di insolvenza, così come il coefficiente che limita l'assunzione di partecipazioni in imprese industriali (fino al 15% del capitale del partecipato), introdotto nel 1993, mira a garantire la separazione tra banca e industria e la sana e prudente gestione della banca partecipante[36]. Tutto ciò, insieme ai controlli «cartolari» e ispettivi condotti dal personale della Banca d'Italia e agli accertamenti generali e settoriali, dovrebbe permettere alla Banca d'Italia, se non di prevenire, quantomeno di anticipare l'insorgere di crisi bancarie per poter prendere in tempo gli opportuni provvedimenti. Ciò nonostante, non sempre la vigilanza riesce ad anticipare e prevenire le crisi bancarie sorte in seguito a comportamenti fraudolenti o assunzioni di posizioni di rischio non autorizzate. Nel caso di crisi bancaria gli strumenti a disposizione della Banca d'Italia sono: l'amministrazione straordinaria, la liquidazione coatta amministrativa (cioè la chiusura della banca ad opera del ministero del Tesoro) e il Fondo interbancario di tutela dei depositi creato nel 1986. La Banca d'Italia tra il 1982 e il 1997 ha sottoposto ad amministrazione straordinaria e poi restituito alla gestione ordinaria 34 banche, ne ha liquidate 2 e ha proceduto a 58 fusioni[37]. Attraverso questi strumenti si è impedito che tali crisi estendessero i loro effetti a tutto il sistema. A questo proposito va ricordato che il capostipite del lungo periodo di stabilità del sistema finanziario italiano è stata la legge bancaria del 1936, che sancì la separazione fra aziende di credito (credito a breve termine) e istituti di credito

speciale (credito a medio-lungo termine) e impose il divieto alle banche di assumere partecipazioni azionarie in imprese industriali (divieto rivisto, come detto, solo dal testo unico del 1993)[38]. Si può quindi affermare che, grazie alla rigorosa disciplina legislativa in materia di vigilanza, la Banca d'Italia è riuscita a evitare, fino ad oggi, quegli episodi drammatici verificatisi in passato e l'insorgenza di crisi sistemiche[39].

3. *I problemi aperti: il ruolo di «lender of last resort», il controllo dell'operato della BCE, la politica di cambio e le politiche monetarie anticicliche*

Come abbiamo visto nella breve introduzione sull'evoluzione delle banche centrali, un ruolo fondamentale di tali istituzioni nella storia è stato quello di *lender of last resort* o prestatore di ultima istanza. La trasformazione delle banche di emissione in banche centrali nei paesi europei ha percorso strade e tempi differenti, così come è stato differente il momento storico in cui queste hanno deciso di assolvere la funzione di *lender of last resort* a favore dei rispettivi sistemi bancari (e industriali), tanto attraverso salvataggi specifici quanto mediante il risconto generalizzato con il quale si rifinanziavano banche e banchieri[40].

Il principale dovere della banca centrale, da un punto di vista politico, è indiscutibilmente la prevenzione delle crisi, cioè il tentativo di evitare l'insorgere di crisi «locali» o «settoriali», ma nel Trattato di Maastricht, come nello statuto della BCE, non vi è né menzione né attribuzione di responsabilità per quanto riguarda la stabilità finanziaria[41]. Essa può essere messa in crisi da shock di ampia portata che possono avere origine nel sistema bancario, in una borsa valori o presso un grosso intermediario finanziario. Il problema è che se non si contrastano tempestivamente, le conseguenze possono estendersi a catena e mettere in pericolo la finanza e l'economia internazionale. La banca centrale, in qualità di prestatore di ultima istanza, ha sempre allontanato il pericolo di crisi sistemica attraverso l'immissione di liquidità nell'istituzione che versava in situazioni critiche, ma oggi è dubbio che possa farlo senza l'autorizzazione del SEBC. In caso di crisi, il prestatore di ultima istanza deve poter offrire liquidità in modo rapido, ma

non è del tutto chiaro come opererà il SEBC in questa evenienza: manca, in definitiva, qualsiasi previsione di un coordinatore della liquidità che potrebbe essere necessario presso una banca soggetta a più giurisdizioni in una situazione di emergenza[42].

In secondo luogo, secondo alcuni autori una debolezza insita nella struttura della Banca centrale europea è quella di essere scarsamente controllabile e non sanzionabile in caso di insuccesso nella conduzione della politica monetaria. In che modo, infatti, i cittadini europei saranno garantiti sul fatto che la BCE mantenga la stabilità dei prezzi? Se non riuscisse in questo suo obiettivo primario, secondo De Grauwe, tale istituzione dovrebbe essere resa responsabile degli eventuali errori commessi: «Dopo tutto gli individui che formano tale istituzione potrebbero agire in base a obiettivi che non sono quelli della società. Come qualsiasi istituzione la BCE dovrebbe essere soggetta alla valutazione esterna. Dall'esterno, infatti, dovrebbe giungere la valutazione sul conseguimento degli obiettivi prefissati per conto della società»[43]. Attualmente, i cittadini europei hanno pochi strumenti per costringere la BCE alla responsabilità nei confronti degli impegni assunti, non esiste un meccanismo sanzionatorio e lo statuto SEBC-BCE è modificabile solo all'unanimità.

Il terzo problema attiene alla politica di cambio: il Trattato di Maastricht assegna alla Banca centrale europea il compito di decidere le strategie di politica monetaria, ma in base all'art. 109 riserva al Consiglio dei ministri il potere di concludere, previa consultazione con BCE e parlamento, accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'euro nei confronti delle valute non comunitarie (e inoltre formulare orientamenti generali di politica di cambio nei confronti delle altre valute). Nello stesso articolo, si sottolinea come ciò non dovrà però pregiudicare l'obiettivo prioritario del SEBC di mantenere la stabilità dei prezzi. Si è sostenuto che la possibilità conferita al Consiglio di concludere accordi in materia di regime di cambio con uno o più stati o organizzazioni internazionali, potrebbe creare conflitti occasionali tra Consiglio e Banca centrale europea. In caso, ad esempio, di accordo formale euro-dollaro, la capacità di conduzione di una politica monetaria autonoma da parte della BCE risulterebbe fortemente compromessa. Tuttavia, l'accento posto sull'unanimità richiesta per la delibera da parte del Consiglio, sulla necessaria consultazione con la

BCE e sulla più volte ribadita assoluta priorità dell'obiettivo della stabilità dei prezzi, lascia capire che tali accordi in futuro non saranno di facile realizzazione e comunque, in caso di conflitto, prevarranno le considerazioni relative al controllo dell'inflazione.

Da ultimo, nonostante la BCE debba perseguire una politica monetaria nell'interesse di tutta l'area dell'euro, si è sostenuto, ad esempio, che l'ampiezza del taglio nei tassi di interesse effettuato dalla BCE l'8 aprile 1999 sia stato dettato principalmente dal peggioramento della situazione economica della Germania e dell'Italia[44]. Alcuni osservatori sono portati a pensare che la decisione di aprile di espandere l'offerta di moneta sia un'indicazione che l'Eurosistema è in qualche modo sbilanciato a favore dei paesi che hanno fluttuazioni cicliche (Italia e Germania, mentre le cose andavano meglio per Irlanda, Portogallo e Spagna). Dal momento però che esistono fluttuazioni cicliche asimmetriche, una politica monetaria unica non può andare incontro alle esigenze di tutti i paesi (mentre i governi nazionali possono ancora usare la politica fiscale per raggiungere gli obiettivi di produzione e occupazione).

Da una parte non è sbagliato aspettarsi che la BCE sostenga politiche anticicliche nell'Eurosistema, dall'altra forse la BCE è intervenuta con tanta determinatezza per il peso economico dei due paesi in questione – Italia e Germania – che insieme producono il 50% del PIL dell'area. È bene sottolineare, a questo proposito, che la BCE non dà alcuna informazione sul ruolo delle asimmetrie regionali nel suo processo decisionale: le rare allusioni alle situazioni specifiche per paese non specificano a «quale» paese ci si riferisce. Questa eclatante omissione potrebbe riflettere un'intenzione pedagogica – incoraggiare gli europei a pensare in termini dell'area euro come un tutto unico. Ma potrebbe essere anche attribuito al desiderio della BCE di prudenza nel gestire le considerazioni regionali, in vista del loro potenziale impatto politico[45].

Di recente, infine, la politica monetaria della BCE si è attirata forti critiche, soprattutto a causa del terzo rialzo consecutivo dal dicembre 2005 del tasso di interesse (un ulteriore 0,25%) arrivato al 2,75% nel giugno 2006. Il fine è quello di tenere a bada le aspettative inflazionistiche (in presenza però di un'inflazione già sotto controllo), ma le conseguenze negative, è stato sottolineato, sono state pesanti: una rivalutazione del

50% sul dollaro, un super euro che ha tolto quasi due punti di crescita a tutta l'area europea, un freno alla timida ripresa dell'economia e un appesantimento del debito pubblico. Dato infatti che il tasso è passato tra dicembre e giugno 2006 dal 2 al 2,75%, questo ha implicato un appesantimento degli interessi da pagare sul debito pubblico (nel caso italiano circa 10 miliardi di euro in più)[46]. Una politica monetaria difficile da digerire per l'Italia.

Secondo altri, invece, il recente rialzo del tasso d'interesse di un quarto di punto va comunque valutato alla luce dell'obiettivo della stabilità monetaria, di cui solo la BCE è responsabile. A questo riguardo, l'accusa più pertinente rivolta alla BCE dai suoi critici è quella che sottolinea come la *core inflation* – una misura dell'inflazione depurata della volatilità dei prezzi di cibo ed energia, che viene spesso usata come indicatore dell'inflazione futura di medio periodo – sia bassa, intorno all'1,5%, e quindi non giustifichi un rialzo del tasso d'interesse nominale al 2,75%. Ma in questa occasione, come in altre, la BCE ha preferito basarsi sull'inflazione effettiva, che viaggia intorno al 2,5%; non tanto perché essa supera il tetto del 2% (tali sforamenti sono comuni alla politica di *inflation targeting* flessibile della Banca), ma piuttosto perché essa ingloba l'inflazione petrolifera, che di questi tempi non si può ignorare, semplicemente considerandola un disturbo volatile. Infine, non si può dimenticare l'impatto che il rialzo avrà sul tasso di cambio, nonostante esso non rientri tra gli obiettivi della BCE. In breve, si può dire che, se è vero che la competitività delle esportazioni europee soffrirà dall'apprezzamento del cambio, la bolletta petrolifera se ne gioverà.

In conclusione, la logica economica sottesa alla recente manovra di politica monetaria di Trichet si fonda sull'esigenza prioritaria di soffocare sul nascere ogni fiammella inflazionistica, che rischierebbe di espandersi in condizioni di aumentati prezzi del petrolio. Considerazioni legate all'occupazione e alla crescita non sono di pertinenza prioritaria della BCE, ma dei governi. Questo naturalmente non significa che non esistano politiche monetarie alternative, ma solo che le scelte della BCE possono essere razionalizzate sulla base della moderna teoria economica[47].

Appendice *Quadro riassuntivo*

I CINQUE CRITERI DI MAASTRICHT
(inseriti nel Trattato firmato il 7 febbraio 1992)

1. Il deficit di bilancio pubblico non dovrà superare il 3% del PIL.
2. Il debito pubblico non deve essere superiore al 60% del PIL o in diminuzione sostanziale e continua verso il valore di riferimento.
3. Un tasso medio di inflazione che, «nel corso di due anni, non superi di oltre 1,5% quello dei tre stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi».
4. Una convergenza dei tassi di interesse che non potrà tollerare uno scostamento superiore al 2% del tasso d'interesse nominale a lungo termine di uno stato membro sempre rispetto ai tre stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in termini di stabilità dei prezzi.
5. Un tasso di cambio stabile verificato attraverso la permanenza di ciascuna moneta nello SME «senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame. In particolare, per lo stesso periodo, il paese non deve aver svalutato il tasso di cambio centrale bilaterale della sua moneta nei confronti della moneta di nessun altro stato membro».

Note al capitolo settimo

[1] Comité pour l'étude de l'union économique et monétaire, *Rapport sur l'union économique et monétaire dans la Communauté européenne*, Bruxelles, 1989, p. 15. Nel comitato Delors per l'Italia sedeva Carlo Azeglio Ciampi.

[2] *Ibidem*, pp. 16-17.

[3] *Ibidem*, pp. 18, 21.

[4] *Ibidem*, p. 40.

[5] I negoziati per l'attuazione dell'UEM ruotarono intorno a tre questioni: l'intelaiatura istituzionale dell'unione, l'equilibrio fra braccio fiscale e monetario dell'unione e la natura e la lunghezza del periodo di transizione.

[6] Oltre alla pubblicazione dei rapporti annuali e al monitoraggio dei risultati economici dei paesi aderenti, l'IME ha anche lavorato sulla conduzione di una politica monetaria e una politica di cambio comuni, sulle

statistiche e sui sistemi di pagamento, sul design delle nuove banconote e monete, sull'armonizzazione delle regole di contabilità delle banche nazionali partecipanti e sui sistemi di informazione e comunicazione, sulla supervisione bancaria e su una folta schiera di problemi legali.

[7] Si vedano gli artt. 109J, 104C e il «Protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi» che specifica i valori di riferimento.

[8] In seguito la Danimarca ha indetto per ben due volte un referendum sull'adesione al Trattato di Maastricht. Nell'ultimo referendum del 28 settembre 2000 i cittadini hanno espresso parere contrario alla partecipazione alla terza fase dell'UEM (i no sono stati il 53% contro il 47% dei sì).

[9] Si veda *Commission Recommendation for a Council Recommendation in Accordance with Article 109j (2)*, in «European Economy», n. 66, 1993, pp. 13-21.

[10] Sull'accettazione della UEM da parte dell'Italia quale «vincolo esterno» per imporre disciplina e riforme si veda D. Dyson e K. Featherstone, *The Road to Maastricht, Negotiating Economic and Monetary Union*, Oxford, Oxford University Press, 1999, pp. 485-530. Sull'UEM in generale si veda E. Apel, *European Monetary Integration: 1958-2002*, London-New York, Routledge, 1998.

[11] M. Obstfeld, *EMU: Ready or not?*, in «Essays in International Finance», n. 209, luglio, 1998. Si veda anche F. Saccomanni, *L'Euro sui mercati: una prima valutazione*, Roma, Banca d'Italia, Documenti, n. 623, 1999.

[12] G. Corsetti e P. Pesenti, *Stability, Asymmetry and Discontinuity: The Outset of European Monetary Union*, in «Brookings Papers on Economic Activity», dicembre 1999.

[13] I tre anni previsti per la sostituzione (1999-2002) sono serviti per stampare le nuove unità monetarie ed effettuare i necessari mutamenti a livello di sistema bancario. Questa spiegazione non convince molti economisti secondo i quali il triennio aggiuntivo di transizione ha costituito solo un banco di prova ulteriore e ha offerto l'ultima possibilità di ritiro ai paesi indecisi. Secondo De Grauwe le autorità europee avrebbero dovuto da subito intraprendere il passo più logico e semplice, vale a dire l'introduzione contestuale di un'unica valuta. «Per cominciare un'unione monetaria, non era forse possibile fare di peggio». P. De Grauwe, *Economia dell'integrazione monetaria*, Bologna, Il Mulino, 1996.

[14] Commissione europea, *Euro 1999 – Relazione sulla convergenza e raccomandazione per il passaggio alla terza fase dell'unione economica e monetaria*, Bruxelles, 25.3.98.

[15] L'insieme dei provvedimenti costituenti il Patto sono ristampati in appendice al libro di M. Buti e A. Sapir, *La politica economica nell'Unione economica e monetaria europea*, Bologna, Il Mulino, 1999.

[16] *Politica economica e monetaria*, in «Bollettino UE», 10 giugno 1996.

[17] *Risoluzione del Consiglio europeo sul Patto di stabilità e di crescita*, in «Bollettino UE», giugno 1997.

[18] Regolamenti del Consiglio (EC) No. 1055 e 1056/2005.

[19] Testi della relazione della Commissione: IP/05/681 in data 7 giugno 2005 e IP/06/200 in data 22 febbraio 2006.

[20] G. Piluso, *Moneta e credito*, in P.A. Toninelli, *Lo sviluppo economico moderno dalla rivoluzione industriale alla crisi energetica (1750-1973)*, Venezia, Marsilio, 1997, pp. 155-210.

[21] «Una Banca centrale europea non ha alcuna possibilità di essere imposta agli europei da pressioni esterne». Si veda R. Triffin, *Dollaro, Euro e moneta mondiale*, Bologna, Il Mulino, 1997, pp. 203-204.

[22] Il Comitato dei governatori elaborò ulteriormente le idee del Comitato Delors e le presentò nel 1990 alla Conferenza intergovernativa per l'UEM. Con pochissime modifiche le proposte dei governatori furono trasferite nel Trattato, si decise che la BCE sarebbe nata solo poco prima dell'avvio della fase finale dell'unione.

[23] L. Barile, *L'Unione monetaria sotto il controllo IME*, in «Il Sole-24 Ore», 22 settembre 1997.

[24] In effetti, come è stato sottolineato, lo Statuto della BCE enfatizza la stabilità dei prezzi ancor più di quanto non faccia quello della Bundesbank, il cui compito primario è «salvaguardare la valuta». Si veda J. von Hagen, *Budgeting Procedures and Fiscal Performance in the EC*, in «Economic Papers», n. 96, 1999.

[25] Buti e Sapir, *La politica economica*, cit., p. 28; e per una rassegna della letteratura in proposito si veda anche IMF, *Structural Budget Indicators for the Major Industrial Countries*, in «World Economic Outlook», 1996.

[26] BCE, «Bollettino mensile», 1999, p. 47.

[27] Indubbiamente, il caro petrolio del 2005-2006 ha contribuito ad un lento, ma inesorabile innalzamento del tasso di inflazione che ha toccato il 2,5% per l'eurozona nel maggio del 2006. Si veda: R. Sor, *L'inflazione avanza in Eurolandia*, in «Il Sole-24 Ore», 1° giugno 2006.

[28] Si veda su questo punto I. Angeloni, V. Gaspar e O. Tristani, *The Monetary Policy Strategy of the ECB*, in D. Cobham e G. Zis (a cura di), *From EMS to EMU*, London, Macmillan, 1999.

[29] BCE, «Bollettino mensile», gennaio 1999.

[30] Il Consiglio direttivo è composto dal Comitato esecutivo (in cui siedono presidente, vicepresidente e quattro membri scelti fra «persone di riconosciuta levatura ed esperienza professionale nel settore monetario e bancario») e dai governatori delle banche centrali nazionali dei paesi partecipanti.

[31] Il Consiglio dei governatori, formato da 7 membri nominati dal presidente degli Stati Uniti e confermati dal Senato, ha la responsabilità della politica monetaria nazionale, ampi poteri di sorveglianza sulle operazioni poste in essere dalle banche della riserva federale, che devono essere conformi alle decisioni del Comitato federale per le operazioni di mercato aperto. A questo Comitato spetta il compito fondamentale di regolare le condizioni monetarie del paese. F. Papadia e C. Santini, *La banca centrale europea*, Bologna, Il Mulino, 2001, pp. 39-40.

[32] *Ibidem*.

[33] Art. 105, par. 3, Trattato di Maastricht e art. 3, par. 3, Statuto del SEBC-BCE.

[34] Si vedano in proposito C. Goodhart e D. Shoenmaker, *Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated?*, in «Oxford Economic Papers», n. 4, ottobre 1995; S. D'Alessandro, *Il ruolo della banca centrale europea nell'unione monetaria europea*, in «Banca, Impresa e Società», 1995, pp. 27 ss.; S. Dell'Atti, *La vigilanza creditizia dopo Maastricht*, in «Banca, borsa e titoli di credito», n. 6, 1998.

[35] A.M. Tarantola Ronchi, F. Parente e P. Rossi, *La vigilanza sulle banche e sui gruppi bancari*, Bologna, Il Mulino, 1996.

[36] R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, Il Mulino, 1994, pp. 505-506; G. Roma, *I controlli sull'attività bancaria*, Roma, Bancaria, 1992, pp. 71 ss.

[37] G. Boccuzzi, *La crisi dell'impresa bancaria*, Milano, Giuffrè, 1998, pp. 91 ss.

[38] Si veda G. Guarino e G. Toniolo (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Roma-Bari, Laterza, 1993.

[39] L'episodio più drammatico ebbe luogo negli anni trenta. Alla vigilia della crisi del 1929 le banche miste italiane erano divenute vere e proprie banche d'affari, legate a doppio filo alle sorti delle industrie del loro gruppo. Questa fratellanza siamese rivelò tutta la sua debolezza quando la crisi finanziaria internazionale colpì l'industria e quindi le banche italiane, che iniziarono ad accumulare immobilizzi su immobilizzi. La situazione venne risolta con l'istituzione dell'IRI (Istituto di ricostruzione industriale) nel 1993, al quale passarono tutte le partecipazioni azionarie delle tre grandi banche miste (COMIT, CREDIT e Banco di Roma) e lo stato si trovò a gestire in prima persona una grossa fetta del patrimonio industriale italiano. Con l'IRI nacque l'impresa pubblica, mentre la legge bancaria del 1936 mise fine all'esperienza della banca mista in Italia. V. Zamagni, *Dalla periferia al centro*, Bologna, Il Mulino, 1994, pp. 378-381.

[40] La Banca d'Italia ha svolto questo importante ruolo dalla sua fondazione, si vedano a questo proposito i tre volumi di A. Confalonieri, *Banca e industria in Italia 1894-1906 e 1907-1914*, Milano, Banca Commerciale Italiana, 1982.

[41] A. Lamfalussy, *La globalizzazione dei mercati finanziari: sfide per la politica monetaria*, in «Quaderni di moneta e credito», marzo 1998, p. 136.

[42] R. Rovelli, *La politica monetaria in Europa: una guida per il cittadino intelligente*, Università di Bologna, 8 gennaio 1999, p. 28; si veda anche M. de Cecco, *La Banca centrale europea e la funzione del prestatore di ultima istanza*, in L. Paganetto (a cura di), *Banche e concorrenza in Europa*, Bologna, Il Mulino, 1999, pp. 159-170.

[43] De Grauwe, *Economia dell'integrazione monetaria*, cit., p. 255. Si veda anche su questo punto C. Walsh, *Optimal Contracts for Independent Central Banks*, in «American Economic Review», 85, 1995, pp. 150-167.

[44] CEPR, *Monitoring ECB Update*, London, maggio 1999, p. 1.

[45] Tratto da Corsetti e Pesenti, *Stability, Asymmetry and Discontinuity*, cit.

[46] M. Baldassarri, *La Banca centrale europea copia (male) dalla Fed*, in «Il Sole-24 Ore», 10 giugno 2006.

[47] Si ringrazia Pierfederico Asdrubali per le delucidazioni e la proficua discussione su questi punti.

Capitolo ottavo

Le politiche settoriali

1. *La politica di bilancio*

Il volume del bilancio europeo è relativamente modesto: esso nella programmazione 2006-13 rappresenta l'1% del PIL dei paesi membri. La ragione principale alla base di questa esigua entità è data dal fatto che la spesa pubblica nei settori di interesse sociale (difesa, sanità, pensioni, ecc.) è sempre rimasta esclusiva competenza degli stati membri. Inoltre, a differenza dei bilanci nazionali, il bilancio comunitario è limitato da un vincolo stringente che gli impedisce di ricorrere al prestito (cioè di emettere titoli di debito)[1] e ha sempre ottemperato all'obbligo del pareggio tra entrate e uscite. La costruzione di un'Europa federale, dal momento che gli stati membri non sono disposti a centralizzare a livello europeo una parte significativa dei bilanci nazionali, resta per ora un'ipotesi remota[2].

1.1. *L'evoluzione delle entrate di bilancio*

Dalla metà degli anni sessanta la Commissione cominciò a formulare proposte che contemplavano la possibilità di sostituire i contributi finanziari degli stati membri (fissati attraverso un rigido criterio di ripartizione) con risorse proprie – in particolare con entrate provenienti dalla tariffa doganale comune[3]. Il 21 aprile 1970 si riuscì infine a varare nuove disposizioni che cambiarono le modalità di finanziamento del bilancio: da un sistema di contributi nazionali fissi si passò a un sistema basato sulle seguenti risorse proprie (il cui tetto era fissato dagli stati membri):

– dazi doganali e altri diritti riscossi sulle importazioni dall'esterno della Comunità;