

# Macroeconomia dell'Unione Economica e Monetaria europea

## Obiettivi di apprendimento

- Esamineremo il lungo percorso compiuto dall'Europa verso l'Unione Economica e Monetaria (UEM) iniziando dall'analisi del Sistema Monetario Europeo (SME), il più importante tentativo d'integrazione monetaria effettuato da alcuni Paesi europei tra il 1979 e il 1992, prima dell'adozione dell'euro.
- Mostreremo come un sistema a cambi fissi con una valuta dominante sulle altre, qual era nello SME il marco tedesco, presenti dei fattori di instabilità, soprattutto se gli obiettivi di politica economica sono divergenti all'interno dell'area valutaria.
- Ricorderemo come, nonostante il fallimento del Sistema Monetario Europeo, la spinta all'integrazione economica e monetaria sia stata riproposta con forza nel 1992 dal Trattato istitutivo della Comunità Europea, il cosiddetto Trattato di Maastricht, che ha programmato l'introduzione dell'euro come moneta unica in tre fasi.
- Osserveremo come il Trattato preveda non soltanto la convergenza legale e istituzionale dei Paesi aderenti all'UEM, ma anche e soprattutto quella monetaria e finanziaria, e come tale obiettivo imponga politiche economiche basate sul rigore e sul contenimento del disavanzo e del debito pubblico.
- Esamineremo infine con quale tipo di percorso e di politiche economiche i Paesi inadempienti dell'UEM possano attuare il ritorno del rapporto tra debito pubblico e Prodotto Interno Lordo entro i parametri stabiliti dal Trattato.

### 10.1 Introduzione della moneta unica europea

Il 1° gennaio 1999 l'Europa ha adottato una nuova moneta comune, l'*euro*. A partire da quella data l'euro ha rimpiazzato le valute nazionali degli 11 Paesi (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna) che avevano deciso di istituire l'Unione Economica e Monetaria (UEM). Hanno successivamente aderito all'UEM, tra il 2001 e il 1° gennaio 2014, altri sette Paesi: Grecia, Cipro, Malta, Slovenia, Slovacchia, Estonia e Lettonia. Questi diciotto Stati formano l'**area dell'euro**, che a sua volta fa parte dell'Unione Europea (UE), composta da 28 Stati membri. Anche tre microstati (Principato di Monaco, Repubblica di San Marino e Stato della Città del Vaticano) hanno adottato l'euro sulla base di accordi formali stipulati con l'UE. Andorra, Montenegro e Kosovo utilizzano invece tale valuta senza alcun accordo formale.

#### Area dell'euro

Comprende gli Stati membri dell'UE che, in conformità con il Trattato di Maastricht, hanno adottato l'euro come moneta unica.

La rinuncia alla sovranità monetaria da parte degli Stati aderenti all'UEM è stato il risultato finale di un processo non indolore, durato più di cinquanta anni, segnati da fasi di accelerazione verso l'unione economica e monetaria alternate a momenti di ripensamento.

## 10.2 Da Bretton Woods al Sistema Monetario Europeo: cenni storici<sup>1</sup>

L'introduzione dell'euro è il risultato della più importante riforma monetaria attuata sul territorio europeo dai tempi dell'Impero romano. Unioni monetarie fra Paesi politicamente indipendenti si erano già verificate nei due secoli precedenti, ma su scala limitata: l'Unione Monetaria Latina nel XIX secolo e l'Unione Economica Belgio-Lussemburgo stipulata nel 1921 sono due esempi.

Un importante passo verso l'integrazione monetaria internazionale fu compiuto nel 1946, dopo la fine del secondo conflitto mondiale, con l'entrata in vigore del regime di cambi fissi contro il dollaro concordato nella conferenza di Bretton Woods. La conferenza aveva posto le basi di un sistema monetario mondiale che attribuiva al dollaro statunitense lo status di valuta di riferimento internazionale.

I padri fondatori dell'Europa moderna – Jean Monnet, Robert Schuman, Konrad Adenauer, Alcide De Gasperi – erano tuttavia convinti che il sistema di Bretton Woods non fosse sufficiente e che, al fine di evitare un'altra guerra mondiale, i Paesi dell'Europa si dovessero unire economicamente e politicamente. Fu così che, dopo l'istituzione dell'Unione Europea dei Pagamenti nel 1950 e della Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (CECA) nel 1952, con il Trattato di Roma del 1957 nacque la Comunità Europea per l'Energia Atomica (EURATOM) e la Comunità Economica Europea (CEE), con l'obiettivo di rimuovere le barriere agli scambi commerciali e creare un unico grande mercato comune europeo.

Nel 1969 la forte variabilità dei tassi di cambio delle valute comunitarie (in particolare, la forte svalutazione del franco francese nel mese di agosto e l'apprezzamento del marco tedesco nel mese di ottobre) spinse i vertici europei alla formazione di un gruppo di esperti, sotto la guida del primo ministro lussemburghese Pierre Werner, con lo scopo di elaborare un programma per la realizzazione di un'integrazione monetaria europea. Il Rapporto Werner, pubblicato l'8 ottobre 1970, definiva come principale obiettivo della Comunità il raggiungimento di un'unione monetaria efficace per realizzare “una convertibilità totale e irreversibile delle monete, l'eliminazione dei margini di fluttuazione dei corsi di cambio, la fissazione irrevocabile dei rapporti di parità e la liberalizzazione totale dei movimenti di capitale”. Il Rapporto Werner non fu però mai posto in atto, da un lato perché il Consiglio europeo non accettò l'idea di modificare il Trattato di Roma, ma soprattutto perché il sistema di Bretton Woods, sul quale il Rapporto si basava implicitamente, crollò nel 1971 proprio quando avrebbe dovuto partire la prima tappa del Rapporto.

Questo evento riaprì la discussione fra i Paesi europei sulle tematiche di natura finanziaria e valutaria e il 24 aprile 1972 le Banche Centrali dei sei Paesi allora membri della CEE (Belgio, Francia, Germania Ovest, Italia, Lussemburgo e Paesi Bassi) e dei quattro Paesi che avevano deciso di aderire alla CEE (Danimarca, Irlanda, Regno Unito e Norvegia, che poi non entrerà nella CEE) diedero vita a un regime di cambio europeo, il cosiddetto “serpente nel tunnel del dollaro”, all'interno del quale

<sup>1</sup> Per la stesura di questo paragrafo si è fatto riferimento a *La Banca Centrale Europea – Storia, Ruolo e Funzioni*, Banca Centrale Europea, seconda edizione, 2006.



l'UEM è stato il risultato di fasi di accenti di ripensamento.

## Europeo: cenni

La moneta monetaria attuata fra Paesi precedenti, ma su scala Economica Belgio-

ale fu compiuto nel vigore del regime Woods. La con-tribuiva al dolla-

er Schuman, Konrad di Bretton Woods mondiale, i Paesi del- così che, dopo l'i-Comunità Europea del del 1957 nacque-Comunità Econo-scambi commerciali

comunitarie (in parti- to e l'apprezzamen- alla formazione di ghesse Pierre Werner, un'integrazione mo- definiva come prin- monetaria efficace per e, l'eliminazione dei- bile dei rapporti di rapporto Werner non non accettò l'idea di Bretton Woods, sul- riorio quando avrebbe

ematiche di natura fi- si Paesi allora mem- (Lussemburgo e Paesi Bassi) marca, Irlanda, Re- vita a un regime di all'interno del quale

Europea - Storia, Ruolo e

le monete europee potevano oscillare in maniera congiunta contro il dollaro con uno scostamento massimo del 2,25%.

L'esperienza del "serpente" risultò difficile fin dal principio e già cinque anni dopo, nel 1977, Francia, Italia, Irlanda e Regno Unito uscirono dal sistema, che si era ridotto a una zona valutaria basata sull'egemonia del marco tedesco.

Il 13 marzo 1979 il "serpente nel tunnel" fu rimpiazzato dal Sistema Monetario Europeo (SME), creato per volontà soprattutto della Germania e della Francia. Lo SME era un sistema di cambi fissi con bande di fluttuazione delle singole valute rispetto all'ECU (*European Currency Unit*), una nuova moneta definita come "paniere" di quantità fisse delle valute degli Stati membri della CEE.

Lo SME si prefiggeva quattro principali obiettivi:

- la creazione di una "zona di stabilità monetaria" che comportasse bassa inflazione e tassi di cambio stabili;
- un contesto che migliorasse la cooperazione di politica economica tra gli Stati membri;
- l'attenuazione dell'instabilità monetaria mondiale tramite l'adozione di politiche comuni nei confronti dei Paesi terzi;
- l'auspicio che gli accordi di cambio dello SME determinassero un sentiero di convergenza economica e monetaria che avrebbe portato all'unione monetaria e valutaria vera e propria.

Lo SME rimase in vita 13 anni, ma parve sin dall'inizio condizionato da due elementi di debolezza: l'impostazione che tendeva a considerare la convergenza monetaria e valutaria come un *primum* rispetto a quella reale; il ruolo preminente del marco tedesco nella gestione degli accordi di cambio. Questi due fattori, in particolare la cosiddetta *German dominance*, comportavano problemi che alla fine avrebbero determinato il fallimento dello SME.

Il sistema, infatti, si scontrava periodicamente con il problema dell'asimmetria originata da un sistema di cambi fissi in cui, da un lato, i Paesi con disavanzo della bilancia dei pagamenti, le cui valute si trovavano quindi sotto pressioni svalutative, erano costretti a ripristinare l'equilibrio dei conti con l'estero tramite una deflazione dei livelli di produzione e di reddito; dall'altro, i Paesi che registravano avanzi di bilancia dei pagamenti, come la Germania, non subivano invece la medesima costrizione a deflazionare la propria economia. Tra il 1979 e il 1987 si determinarono 11 riallineamenti delle valute soggette a deprezzamento, accompagnati dalla compressione della domanda interna e da aumenti dei tassi di interesse.

La crisi del sistema divenne irreversibile nel 1992 allorché il forte incremento dei tassi di interesse causato in Germania, come si vedrà più avanti, dall'unificazione del 1989, unitamente all'accentuarsi della mobilità internazionale dei capitali, determinò l'impossibilità per i Paesi più deboli di mantenere cambi stabili con il marco tedesco. È interessante notare, come si chiarirà meglio in seguito, che gli stessi problemi che hanno portato al fallimento dello SME si presenteranno anche nell'UEM, soprattutto dopo la grave crisi economica e finanziaria scoppiata nel 2008 e protrattasi sino al 2013.

### 10.3 Macroeconomia dello SME: accordi di cambio e politiche monetarie

Il Sistema Monetario Europeo, come si è visto nel paragrafo precedente, fu istituito nel 1979 per porre sotto controllo l'elevata variabilità dei tassi di cambio tra le valu-

**ECU (European Currency Unit)** Par delle valute degli Stati membri della CEE, ogn inserita con un peso proporzionale all'importanza econom del Paese corrispondente. Introdotto nel 1978 dal Consiglio Europeo, l'ECU è stato sostituito il 1° gennaio 1999 dall'euro con rapporto di conversione di 1 a 1.



te europee innescata dalla crisi del sistema dei cambi fissi creato a Bretton Woods nel 1944. Il sistema di Bretton Woods, come abbiamo già ricordato, era entrato in crisi nel 1971 in seguito all'abbandono della convertibilità tra dollaro e oro da parte degli Stati Uniti con la conseguente svalutazione della valuta americana.

Lo SME si caratterizzava come un "sistema di cambi relativamente fissi" nel quale ciascuna valuta poteva apprezzarsi o deprezzarsi all'interno di una banda di oscillazione stabilita nei confronti di una determinata parità centrale<sup>2</sup> assegnata contro l'ECU. I tassi di cambio fra le valute di due Paesi erano pertanto definiti come rapporto fra le due parità contro l'ECU.

Qualora una delle valute avesse raggiunto uno dei due valori massimi (superiore o inferiore) della banda di oscillazione consentita dagli accordi vigenti nello SME, la Banca Centrale del Paese in questione avrebbe dovuto intervenire con operazioni di sostegno della propria valuta, acquistandola o vendendola sui mercati valutari.

Per tutto il periodo in cui rimase in vigore lo SME fu tuttavia caratterizzato da tre fattori di instabilità:

- l'intrinseca *asimmetria* fra gli aggiustamenti affidati alle Banche Centrali dei Paesi deboli, da un lato, e dei Paesi forti, dall'altro;
- la rilevanza della scelta tra *soluzioni egemoniche* e *soluzioni cooperative* nei mercati monetari dei Paesi aderenti allo SME e dunque il problema della *sovranità monetaria*, ovvero del controllo della quantità di moneta;
- la pressione esercitata dalla *mobilità internazionale dei capitali* e dalle *aspettative* sulla capacità di mantenimento delle parità prefissate tra le valute dei Paesi aderenti.

### 10.3.1 L'asimmetria dello SME

Per ciò che concerne il problema dell'asimmetria, è facile comprendere come in linea generale in un sistema di cambi fissi come lo SME la natura degli aggiustamenti e degli oneri sia strutturalmente diversa per le Banche Centrali a seconda che le valute di loro competenza si trovino ai margini superiori o a quelli inferiori della banda di oscillazione.

In caso di spinte a un eccessivo deprezzamento, la Banca Centrale del Paese sotto pressione dovrà, come si è visto, intervenire sul mercato cedendo valuta estera e, dunque, utilizzando le proprie riserve. Poiché non è desiderabile che una Banca Centrale si privi per intero delle riserve internazionali a sua disposizione, ne consegue che il rispetto degli accordi di cambio deve essere assicurato a lungo andare non già cedendo riserve quanto piuttosto intervenendo sulla bilancia dei pagamenti, in particolare disincentivando le importazioni di merci e/o incentivando l'afflusso netto di capitali. Ciò potrà essere ottenuto grazie a una politica monetaria restrittiva che, incrementando il tasso di interesse, deprima da un lato il livello del reddito nazionale e dunque le importazioni di beni, dall'altro il deflusso netto di capitali verso l'estero. In definitiva, il rispetto degli accordi di cambio per un Paese tendenzialmente soggetto a un deprezzamento eccessivo della propria moneta comporta prima la perdita di riserve valutarie e poi l'avvio di politiche monetarie restrittive.

<sup>2</sup> La banda di oscillazione era stabilita per ciascuna valuta tra + 2,25% e -2,25%; quindi per ogni valuta era possibile un'oscillazione complessiva del 4,5%. Tale vincolo fu accettato dalla quasi totalità dei Paesi aderenti e cioè Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Irlanda e Paesi Bassi. All'Italia fu consentito l'utilizzo di una banda di oscillazione più ampia, tra + 6% e -6%, margine che l'Italia utilizzò fino al 1990, quando decise di aderire alla banda ristretta.



Diverso è il caso in cui un Paese si trovi nella situazione potenziale di un eccessivo apprezzamento della propria moneta. In questa ipotesi, l'onere dell'aggiustamento e della stabilizzazione dei cambi porterà all'inizio a un acquisto della valuta estera e quindi a un incremento delle riserve. Dovrebbe poi seguire una politica monetaria espansiva che, incrementando l'offerta di moneta e abbassando i tassi di interesse, determini un aumento del reddito e delle importazioni e quindi una diminuzione dell'avanzo della bilancia dei pagamenti. In questo secondo caso il condizionale è però d'obbligo. Esiste infatti un'asimmetria, determinata dal diverso grado di cogenza delle due situazioni di tensione valutaria: mentre la tendenza al deprezzamento determina perdite di valuta estera e quindi a lungo andare politiche economiche restrittive, necessarie per evitare l'esaurimento delle riserve, le pressioni all'eccessivo apprezzamento non implicano un vincolo altrettanto rigido. Non esistono, infatti, limiti reali all'accumulo di riserve valutarie e pertanto potrebbero verificarsi politiche di *sterilizzazione*, ossia le Banche centrali dei paesi in *surplus* potrebbero neutralizzare l'aumento di moneta determinato dal canale estero con una riduzione di pari importo del finanziamento interno alle banche commerciali e al settore pubblico. In tal caso non si avrebbe un incremento della quantità complessiva di moneta e verrebbe quindi meno la spinta all'aumento del reddito e al conseguente riequilibrio della bilancia dei pagamenti.

### 10.3.2 Soluzioni egemoniche e soluzioni cooperative nello SME

Il problema dell'asimmetria dovrebbe essere adesso più chiaro: essendo stato il marco tedesco la valuta più sensibile a un apprezzamento nello SME, si sarebbe ottenuta una maggiore stabilità se la Banca Centrale tedesca (la Bundesbank) avesse accettato, nei momenti di tensione valutaria, di attuare politiche economiche espansive, piuttosto che sterilizzare gli incrementi di base monetaria connessi agli avanzi della bilancia dei pagamenti e premere affinché l'onere dell'aggiustamento spettasse invece ai Paesi con disavanzi dei conti con l'estero e con valute tendenzialmente soggette a deprezzamento.

Tale atteggiamento può essere considerato come un caso particolare del cosiddetto *problema dello n-esimo Paese*, cioè del fatto che in un sistema a cambi fissi, come lo SME, se il tasso di interesse prevalente nell'area è quello di un determinato Paese egemone, quest'ultimo manterrà la propria indipendenza nella politica monetaria, ovvero potrà stabilire autonomamente il proprio tasso di interesse, mentre gli altri  $n - 1$  Paesi saranno costretti a determinare un'offerta di moneta coerente con le decisioni assunte dal Paese dominante. È questo il caso della soluzione cosiddetta "**egemonica**", concettualmente antitetica a quella "**cooperativa**" in cui sono tutti gli  $n$  Paesi a decidere concertatamente il tasso di interesse dell'area.

I problemi connessi all'adozione di soluzioni egemoniche anziché cooperative possono essere ulteriormente chiariti considerando due ipotetici Paesi, I e G, aderenti a un accordo di cambio fisso. Trattandosi di un modello a due Paesi, le esportazioni del Paese I saranno pari alle importazioni del Paese G, mentre le esportazioni del Paese G saranno pari alle importazioni del Paese I. Inoltre, a seguito degli accordi di cambio, i tassi di interesse dei due Paesi,  $i_I$  e  $i_G$ , dovranno essere coerenti.

Se dovesse prevalere una soluzione cooperativa, il tasso di interesse comune dell'area sarebbe determinato congiuntamente da I e da G. È realistico ipotizzare che in questo caso:

$$i_E = \alpha i_I + \beta i_G$$

#### Soluzione egemonica

Nel caso dei cambi fissi è una situazione in cui la Banca centrale di un determinato Paese ha di fatto il potere di decidere il tasso di interesse, mentre gli altri Paesi aderenti all'accordo devono accettare tale decisione.

#### Soluzione cooperativa

In questa situazione le Banche centrali di tutti i Paesi aderenti all'accordo di cambio decidono insieme il tasso di interesse.



e cioè che il tasso di interesse dell'area,  $i_E$ , sia una media ponderata dei tassi di interesse dei due Paesi. I pesi  $\alpha$  e  $\beta$  potrebbero dipendere da una molteplicità di fattori, quali per esempio la credibilità delle rispettive Banche Centrali, la rilevanza dei mercati finanziari, il peso relativo della produzione nei due Paesi.

Se invece prevalesse, così com'è avvenuto nell'esperienza europea, una soluzione egemonica di G su I, ne seguirebbe che  $i_I$  dovrebbe uniformarsi a  $i_G$ . In tal caso il Paese leader, G, influenzerebbe il livello del reddito di I non soltanto tramite le proprie importazioni, ma anche attraverso l'effetto esercitato sul tasso di interesse e quindi sugli investimenti del Paese I.

#### 10.4 Unificazione tedesca, pressioni speculative e crisi dello SME

Lo SME, come si è ricordato in precedenza, attraversò, dopo tredici anni di funzionamento instabile, una crisi irreversibile nel 1992 a seguito di avvenimenti tra loro concatenati che si possono così sintetizzare: le ripercussioni finanziarie dell'unificazione tedesca, la mobilità dei capitali internazionali e le pressioni speculative su talune valute aderenti allo SME.

Tali avvenimenti possono essere sinteticamente ricostruiti nell'ambito di un semplice schema interpretativo che tiene conto di quanto è stato trattato nei capitoli precedenti.

##### 10.4.1 Combinazioni alternative di politica economica nella Germania unificata

A seguito dell'unificazione del 1989, la politica economica tedesca mutò le sue caratteristiche strutturali che si basavano sul primato della politica monetaria e su un sostanziale adeguamento della politica di bilancio alle priorità stabilite dalla Bundesbank. L'inclusione dei Länder orientali nella struttura istituzionale ed economica della Germania Federale determinò un vistoso scollegamento tra politica fiscale e politica monetaria.

Si verificò un brusco incremento delle componenti autonome della domanda aggregata e segnatamente dei consumi pubblici, degli investimenti pubblici e dei trasferimenti, a seguito di decisioni accettate ma non condivise dalla Bundesbank. Tali decisioni possono, del tutto schematicamente, essere ricondotte alle seguenti:

- la conversione, deliberata dal governo presieduto dal Cancelliere Kohl, dei marchi della Germania Est, gli *Ostmark*, nella valuta della Germania Federale, i *Deutsche Mark*, a un tasso di cambio unitario. Il cambio 1:1 rappresentava per la Bundesbank una sopravvalutazione eccezionalmente elevata dell'*Ostmark*, pari a circa tre volte il suo valore effettivo. Il Governo in effetti accettava tale sopravvalutazione proprio per incrementare significativamente il potere di acquisto dei cittadini delle regioni orientali, fortemente svantaggiati;
- l'estensione ai nuovi Länder del regime retributivo e normativo e del sistema di protezione e di sicurezza sociale goduti dai lavoratori dipendenti della Germania Federale;
- l'erogazione di massicce incentivazioni finanziarie per l'ammodernamento della struttura industriale orientale e l'attuazione di programmi capillari di investimenti pubblici in infrastrutture.

Tutto ciò implicò che il mix di politica economica che si delineava nel quinquennio successivo all'unificazione si caratterizzasse per una politica fiscale espansiva e per

una politica monetaria restrittiva e timorosa delle conseguenze inflazionistiche dei crescenti disavanzi del bilancio pubblico.

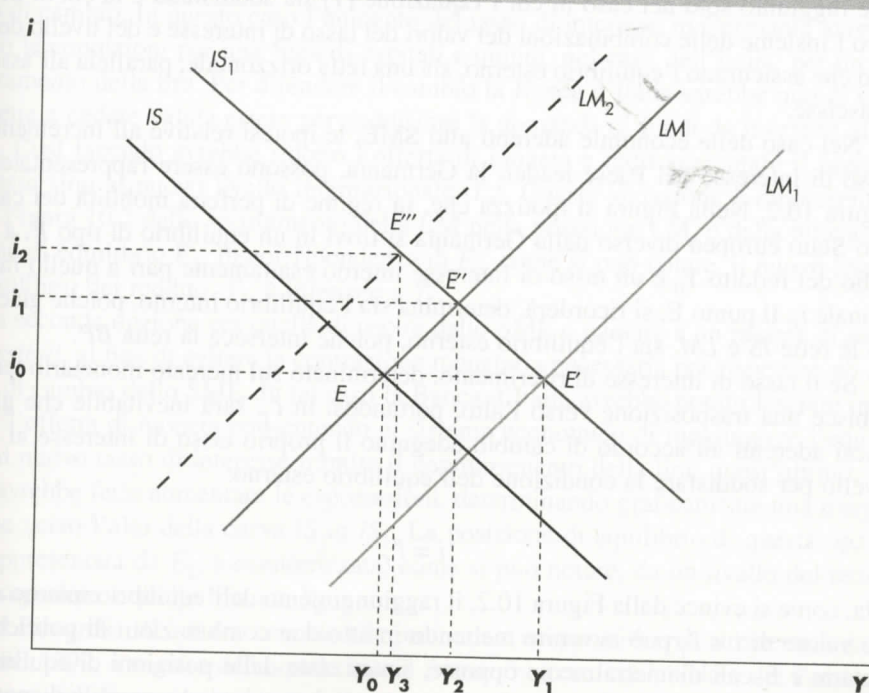
Riprendiamo a questo proposito le considerazioni svolte nel Capitolo 6 a proposito del mix di politica monetaria e di politica fiscale, ricostruendo e articolando lo schema *IS-LM* nella Figura 10.1.

Dalla figura si nota come, muovendo da un punto di equilibrio *E* determinato dall'incrocio delle rette *IS* e *LM*, un incremento della spesa pubblica e/o una diminuzione della tassazione trasli la funzione *IS* in *IS*<sub>1</sub>. Gli esiti finali sul livello del reddito saranno del tutto diversi a seconda delle decisioni che saranno prese dalle autorità monetarie.

Se esse vorranno assumere un atteggiamento accomodante per consentire la massima efficacia della politica fiscale espansiva, incrementeranno l'offerta di moneta in modo tale da mantenere inalterato il tasso di interesse di mercato. È questa la soluzione relativa all'equilibrio *E'*, in cui il reddito aumenta da *Y*<sub>0</sub> a *Y*<sub>1</sub> e il tasso di interesse rimane invariato al valore *i*<sub>0</sub>. Questa ipotesi nel Capitolo 6 è stata definita come il caso di *accomodamento monetario dell'espansione fiscale*.

Ma le autorità monetarie potrebbero, in linea di principio, optare per decisioni diverse: per esempio, potrebbero mantenere inalterata la quantità di moneta, nel qual caso l'equilibrio tra la *LM* e la *IS*<sub>1</sub> determinerebbe un reddito superiore a quello iniziale, *Y*<sub>0</sub>, ma inferiore a *Y*<sub>1</sub>. Il tasso di interesse salirebbe infatti a *i*<sub>1</sub> in ragione della maggiore domanda di moneta transattiva, determinando uno "spiazzamento" degli investimenti privati.

Nel caso estremo in cui la Banca Centrale ritenesse dannoso, ovvero potenzialmente inflazionistico, l'incremento del disavanzo pubblico, potrebbe addirittura con-



**Figura 10.1**  
Mix alternativi di politica  
economica dopo  
l'unificazione tedesca



trarre la quantità di moneta, trasponendo verso sinistra la curva  $LM$  in  $LM_2$ , determinando un maggiore incremento del tasso di interesse, in  $i_2$ , e un incremento pressoché nullo del reddito, in  $Y_3$ . Il caso limite è quello di una politica monetaria che contragga l'offerta di moneta in misura tale da vanificare del tutto l'incremento della spesa pubblica.

L'analisi dei mix possibili di politica economica ci aiuta a comprendere quanto si verificò in Germania a seguito dell'unificazione: una politica monetaria della Bundesbank assai poco accomodante determinò tensioni sul tasso di interesse, che subì successivi incrementi come quelli rappresentati nell'equilibrio  $E'''$  della Figura 10.1.

#### 10.4.2 Mobilità dei capitali e opzioni per i Paesi aderenti allo SME

L'incremento dei tassi di interesse tedeschi all'inizio degli anni Novanta si tradusse, in base ai principi della determinazione non cooperativa delle principali variabili monetarie all'interno dello SME, in un aumento generalizzato dei tassi di interesse di tutti gli altri Paesi. Tale fenomeno si accompagnò alla progressiva tendenza in atto non soltanto in Europa, ma in campo mondiale, verso la perfetta mobilità dei capitali.

Come si è avuto modo di osservare nel Capitolo 7, una situazione di perfetta mobilità dei capitali implica che il tasso di interesse nazionale non possa discostarsi da quello prevalente sui mercati finanziari internazionali ( $i_f$ ) pena la formazione di un deflusso o di un afflusso potenzialmente infinito di capitali finanziari.

Ovvero:

$$i = i_f \quad [1]$$

Sotto queste ipotesi, come si è visto, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti può essere raggiunto solo nel caso in cui l'Equazione [1] sia soddisfatta e la curva  $BP$ , ovvero l'insieme delle combinazioni dei valori del tasso di interesse e del livello del reddito che assicurano l'equilibrio esterno, sia una retta orizzontale, parallela all'asse delle ascisse.

Nel caso delle economie aderenti allo SME, le ipotesi relative all'incremento del tasso di interesse del Paese leader, la Germania, possono essere rappresentate nella Figura 10.2. Nella Figura si ipotizza che, in regime di perfetta mobilità dei capitali, uno Stato europeo diverso dalla Germania si trovi in un equilibrio di tipo  $E$ , a un livello del reddito  $Y_0$  e un tasso di interesse interno esattamente pari a quello internazionale  $i_f$ . Il punto  $E$ , si ricorderà, determina sia l'equilibrio interno, poiché giace lungo le rette  $IS$  e  $LM$ , sia l'equilibrio esterno, poiché interseca la retta  $BP$ .

Se il tasso di interesse di riferimento, determinato sul mercato monetario tedesco, subisce una trasposizione verso l'alto, portandosi in  $i'_f$ , sarà inevitabile che gli altri Paesi aderenti all'accordo di cambio adeguino il proprio tasso di interesse al nuovo livello per soddisfare la condizione dell'equilibrio esterno:

$$i = i'_f \quad [1a]$$

Ma, come si evince dalla Figura 10.2, il raggiungimento dell'equilibrio interno al nuovo valore di  $i = i'_f$  può avvenire mettendo in atto due combinazioni di politiche monetarie e fiscali diametralmente opposte, sintetizzate dalle posizioni di equilibrio  $E_1$  ed  $E_2$ . Questi due punti descrivono efficacemente le opzioni che erano a disposizione dei Paesi dello SME all'indomani dell'unificazione tedesca.

La prima  
tasso di  
creato  
prezzan  
costrett  
stero. C  
interess  
nella F  
sizione  
di equi

La s  
bi fless  
cordi di  
terata l  
brio al  
fatti, av  
sizione  
ne, rapp  
to  $Y_2$  su

Nel  
SME ne  
importa  
lira italia



in  $LM_2$ , determi-  
cremento presso-  
monetaria che con-  
mento della spe-

rendere quanto si  
aria della Bunde-  
esse, che subì suc-  
a Figura 10.1.

### allo SME

Novanta si tradus-  
e principali varia-  
dei tassi di inte-  
ogressiva tenden-  
perfetta mobilità

ne di perfetta mo-  
ossa discostarsi da  
formazione di un  
ari.

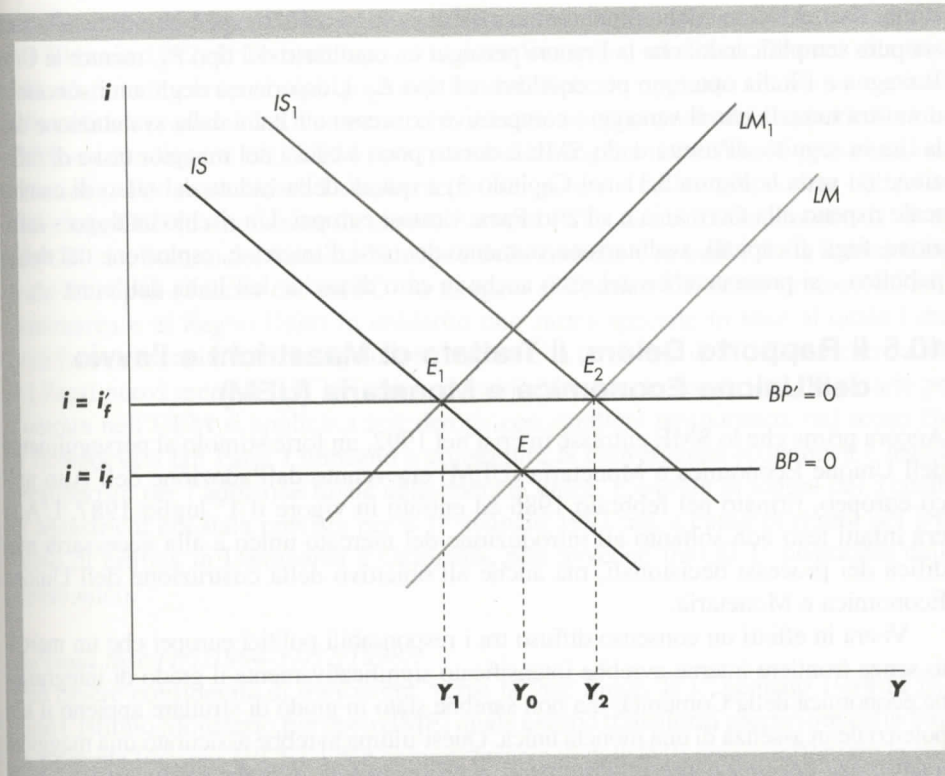


Figura 10.2

Effetti di una variazione  
del tasso di interesse  
tedesco per gli altri  
Paesi dello SME

[1]

pagamenti può es-  
la curva  $BP$ , ov-  
del livello del red-  
parallela all'asse del-

all'incremento del  
rappresentate nella  
bilità dei capitali,  
di tipo  $E$ , a un li-  
ri a quello interna-  
poiché giace lunt-  
ta  $BP$ .

monetario tedesco,  
itabile che gli altri  
interesse al nuovo

[1a]

rio interno al nuo-  
ni di politiche mo-  
ni di equilibrio  $E_1$   
ano a disposizione

La prima opzione era quella di rimanere all'interno del sistema, mantenendo fisso il tasso di cambio. In questo caso l'aumento del tasso di interesse in Germania avrebbe creato le condizioni per una fuga di capitali e quindi, nel caso dell'Italia, per un deprezzamento della lira. Per difendere il cambio la Banca d'Italia sarebbe quindi stata costretta a cedere valuta estera per soddisfare la domanda di fondi da investire all'estero. Così facendo avrebbe ridotto l'offerta di moneta e fatto aumentare il tasso di interesse sino al nuovo livello internazionale ( $i'_f$ ). Questa situazione è rappresentata nella Figura 10.2 dallo spostamento della  $LM$  nella posizione  $LM_1$  e dalla nuova posizione di equilibrio  $E_1$ . In corrispondenza di  $E_1$ , come si può notare, il nuovo livello di equilibrio del reddito,  $Y_1$ , è inferiore a  $Y_0$ .

La seconda opzione era quella di uscire dallo SME e passare a un regime di *cambi flessibili*, al fine di evitare la contrazione monetaria necessaria per rispettare gli accordi di cambio dello SME. In tal caso la Banca d'Italia avrebbe potuto lasciare inalterata l'offerta di moneta consentendo al sistema economico di raggiungere l'equilibrio al nuovo tasso di interesse tramite il deprezzamento della lira: quest'ultimo, infatti, avrebbe fatto aumentare le esportazioni, determinando graficamente una trasposizione verso l'alto della curva  $IS$  in  $IS_1$ . La posizione di equilibrio di questa opzione, rappresentata da  $E_2$ , è caratterizzata, come si può notare, da un livello del reddito  $Y_2$  superiore a quello iniziale  $Y_0$ .

Nel Paragrafo 10.2 si è accennato alla profonda e irreparabile crisi attraversata dallo SME nel 1992, a seguito della quale solo il franco francese, tra le valute dei Paesi più importanti dell'Europa, rimase ancorato al marco tedesco, mentre la sterlina inglese e la lira italiana decidevano di abbandonare, sia pure temporaneamente, il sistema europeo di



cambi fissi. Alla luce della rappresentazione della Figura 10.2 si può quindi concludere, sia pure semplificando, che la Francia perseguì un equilibrio del tipo  $E_1$ , mentre la Gran Bretagna e l'Italia optarono per equilibri del tipo  $E_2$ . L'esperienza degli anni successivi dimostra tuttavia che il vantaggio competitivo concesso all'Italia dalla svalutazione della lira in seguito all'uscita dallo SME è durato poco a causa del maggior tasso di inflazione (si veda la Figura 3.11 nel Capitolo 3) e quindi della caduta del tasso di cambio reale rispetto alla Germania e ad altri Paesi virtuosi europei. Un rischio analogo – inflazione, fuga di capitali, svalutazione, aumento dei tassi d'interesse, esplosione del debito pubblico – si presenterebbe del resto anche in caso di uscita dell'Italia dall'euro.

### 10.5 Il Rapporto Delors, il Trattato di Maastricht e l'avvio dell'Unione Economica e Monetaria (UEM)

Ancora prima che lo SME entrasse in crisi nel 1992, un forte stimolo al perseguimento dell'Unione Economica e Monetaria (UEM) era venuto dall'adozione dell'Atto unico europeo, firmato nel febbraio 1986 ed entrato in vigore il 1° luglio 1987. L'Atto era infatti teso non soltanto all'introduzione del mercato unico e alla necessaria modifica dei processi decisionali, ma anche all'obiettivo della costruzione dell'Unione Economica e Monetaria.

Vi era in effetti un consenso diffuso tra i responsabili politici europei che un mercato senza frontiere interne avrebbe intensificato significativamente il grado di integrazione economica della Comunità, ma non sarebbe stato in grado di sfruttare appieno il suo potenziale in assenza di una moneta unica. Quest'ultima avrebbe assicurato una maggiore trasparenza dei prezzi per i consumatori e gli investitori, avrebbe eliminato i rischi di cambio all'interno del mercato unico, avrebbe ridotto i costi di transazione e, di conseguenza, avrebbe significativamente accresciuto il benessere economico della Comunità.

Alla luce di queste considerazioni, gli allora 12 Stati membri della Comunità Economica Europea decisero di rilanciare il progetto dell'Unione Economica e Monetaria. Nel giugno 1988 il Consiglio europeo di Hannover confermò l'obiettivo della progressiva realizzazione dell'UEM e assegnò a un comitato di esperti guidato da Jacques Delors, all'epoca Presidente della Commissione europea, il compito di proporre "tappe concrete" per il suo conseguimento.

Il Rapporto Delors, approvato il 17 aprile 1989, raccomandava di articolare la realizzazione dell'Unione Economica e Monetaria in *tre fasi distinte* ma progressive e prevedeva la creazione di una nuova istituzione monetaria, il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), con la responsabilità della politica monetaria unica per la nuova area monetaria.

#### *Prima fase (1/7/1990-31/12/1993)*

Nel giugno 1989 il Consiglio europeo decise che la prima fase della realizzazione dell'UEM sarebbe iniziata il 1° luglio 1990, data in cui sarebbero state abolite, in linea di principio, tutte le restrizioni alla circolazione dei capitali tra gli Stati membri. Nel contempo, con decisione del Consiglio del 12 marzo 1990 furono conferite più ampie competenze al Comitato dei governatori delle Banche Centrali degli Stati membri della CEE. Tali competenze includevano lo svolgimento di consultazioni sulle politiche monetarie degli Stati membri e il coordinamento per conseguire la stabilità dei prezzi. Tenuto conto del poco tempo a disposizione e della complessità dei compiti da assolvere, il Comitato dei governatori avviò i lavori preparatori per la seconda e terza fase dell'UEM non appena si furono conclusi i negoziati per la revisione del Trattato di Roma con la stesura del nuovo **Trattato sull'Unione Europea**, denomi-

#### **Trattato sull'Unione Europea, detto Trattato di Maastricht (7 febbraio 1992)**

Trattato istitutivo dell'Unione Europea (EU) che ha stabilito anche i fondamenti dell'Unione economica monetaria (UEM).