

Capitolo 1.

## **Il processo di unificazione monetaria in Europa.**

### **Breve sintesi di una lunga storia<sup>♦</sup>**

(32.500 caratteri)

L'introduzione dell'Euro avviene a partire dal 1° gennaio 2002. Nell'arco di poche settimane oltre 300 milioni di persone abitanti nei 12 paesi aderenti all'Unione Economico-Monetaria (UEM) convertono le proprie valute nazionali nella moneta comune. In Italia, come in altri paesi aderenti all'UEM, la Lira continua a circolare parallelamente all'Euro sino alla fine di febbraio. Il giorno 1 Marzo il processo di conversione è ufficialmente terminato. Ha così inizio il più grandioso esperimento monetario, senza alcun precedente nella storia economica internazionale (Jonung, 2002), che completa la fase finale di un processo di unificazione iniziato molti anni prima, all'indomani della fine del secondo conflitto mondiale. Ripercorriamone le tappe principali.

#### **1. Dal Marshall Plan all'Unione dei Pagamenti Europea**

Al termine della seconda guerra mondiale l'Europa continentale è devastata. Oltre all'immane tributo pagato in termini di vite umane, l'Europa Occidentale, per la gran parte dei suoi sistemi economici, è segnata dalla distruzione di una quota consistente delle sue infrastrutture e della sua capacità produttiva. Una singola statistica relativa alla Germania riassume meglio di qualsiasi altro dato la situazione esistente. Alla fine del 1947 rimane a disposizione del sistema produttivo tedesco occidentale poco più di un terzo dello stock di capitale installato alla fine degli anni Trenta. A ciò si aggiungono le difficoltà che le bilance dei pagamenti di quasi tutti i paesi devono fronteggiare. Al termine del conflitto ogni nazione europea si trova ad avere una scorta esigua di riserve auree e di dollari, che limita fortemente la possibilità di finanziare l'acquisto di importazioni diverse da quelle alimentari e frena lo sviluppo di flussi commerciali interni alla regione europea.

Tuttavia, in un arco di tempo decisamente breve, la situazione conosce un deciso miglioramento. I fondi trasferiti dall'Amministrazione USA ai paesi europei attraverso il Piano Marshall (13 mld. Dollari, pari al 2% del PIL USA) consentono la realizzazione di diversi programmi di ricostruzione e l'eliminazione di numerosi ostacoli che impedivano l'avvio della ripresa. In pochi anni la gran parte paesi europei torna a sperimentare livelli di produzione simili a quelli ottenuti prima dello scoppio della guerra. La stessa Germania, già nel 1951, supera il livello di produzione pre-bellico. Nel complesso, l'insieme dei paesi europei che partecipano al Piano Marshall realizza – tra il 1947 e il 1951 – un aumento della produzione del 55%.

Diversi fattori giocano un ruolo chiave nella rapida rinascita europea. Tra questi la costituzione dell'OECE (Organizzazione per la Cooperazione Economica Europea) che si prefigge di favorire la cooperazione in ambito economico; e anche l'utilizzo dei fondi del Piano Marshall per la risoluzione dei problemi valutari. Sino a quel momento la scarsità di dollari e l'inconvertibilità delle monete europee spingeva ogni paese del vecchio continente a limitare la dimensione delle proprie importazioni al controvalore delle esportazioni realizzate nei confronti di ciascun singolo partner commerciale. Il volume di commercio internazionale ne risultava fortemente penalizzato e vincolato a una serie di accordi bilaterali che definivano prezzi e quantità riguardanti gli scambi tra un paese e l'altro. L'introduzione di una stanza di compensazione multilaterale, come quella prevista dall'Unione dei Pagamenti Europea, consente di superare l'*impasse*. Viene soppressa gran parte di quelle misure commerciali di natura discriminatoria che erano state introdotte nel tentativo di limitare le importazioni di ciascun paese e quindi l'uso di valuta pregiata. Il commercio intra-europeo conosce un vero e proprio boom: durante gli anni Cinquanta raddoppia di intensità, mentre contestualmente la crescita degli scambi con gli Usa aumenta "solo" del 50%. Alla fine degli anni Cinquanta le valute europee tornano a godere una condizione di convertibilità. Franchi francesi, lire

---

<sup>♦</sup> di Marco Lossani

italiane, marchi tedeschi possono essere liberamente scambiati sui mercati per effettuare transazioni commerciali senza dover preventivamente ottenere l'autorizzazione dagli uffici nazionali preposti. La prima pietra nella costruzione di un'Europa integrata sul piano monetario è stata posta.

## **2. Dai Trattati (di Roma e Parigi) al Piano Werner**

Gli anni Cinquanta sono importanti anche per i successi raggiunti sul fronte dell'integrazione economica. Nel 1951 viene firmato il Trattato di Parigi con cui viene costituita la *Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio* (CECA). L'obiettivo è quello di incoraggiare la cooperazione europea in un settore – quale il carbo-siderurgico – particolarmente importante sotto il profilo politico-militare. Favorendo la cooperazione in questo settore si pongono i presupposti per una riduzione del rischio di riarmamento unilaterale, che avrebbe potuto ridare fiato a uno scenario bellico. Nel 1957 il programma di cooperazione economica europea conosce una decisa accelerazione: non tanto per la costituzione della *Comunità Europea per l'Energia Atomica* (EURATOM), quanto per l'istituzione della *Comunità Economica Europea* (CEE). L'obiettivo è la creazione di un mercato comune, un'area di libero scambio – al cui interno le merci possono liberamente circolare in assenza di barriere tariffarie – che gestisce una politica commerciale comune nei confronti dei paesi esterni. I risultati sono estremamente positivi. La progressiva eliminazione delle tariffe che gravavano sugli scambi tra i paesi membri della CEE (Benelux, Francia, Germania e Italia) – operazione completata con un anno di anticipo rispetto alla scadenza prevista nel 1969 – consente l'avvio di un processo di crescita trainato dalle esportazioni.

I successi nell'ambito dell'integrazione economica producono conseguenze importanti su più fronti. Da un lato spingono i paesi originariamente esterni alla CEE a chiedere di farvi parte, avviando un processo di allargamento che porta da 6 a 9 il numero degli stati membri (e che nel più lungo periodo amplierà la dimensione di questo club agli attuali 27 paesi). Dall'altro inducono una seria riflessione sull'opportunità di limitare le fluttuazioni dei tassi di cambio tra le monete europee. Dopotutto un mercato unico – quando i paesi che lo compongono sono molto integrati (cioè scambiano molti beni tra di loro) – dovrebbe funzionare meglio in presenza di una moneta unica (una condizione che consente di abbattere notevolmente i costi associati alla presenza di monete nazionali i cui tassi di cambio possono fluttuare): l'esperienza americana lo insegna! Per di più gli stessi paesi europei non solo hanno avviato un processo di crescente integrazione commerciale, ma hanno nel frattempo istituito – seguendo la logica dell'approccio funzionale all'integrazione – dei meccanismi/agenzie, quali la Politica Agricola Comunitaria, che funzionano meglio in presenza di tassi di cambio stabili.

Si aprì così un dibattito – che tuttavia non avrebbe raggiunto una conclusione definitiva in tempi rapidi – in merito alle modalità di attuazione di un programma di riduzione (prima) e di eliminazione (poi) della flessibilità dei tassi di cambio tra le valute europee. I primi progetti elaborati in tal senso in verità non decollarono mai. In rapida successione fallirono sia il *Piano Barre* del 1969 – che sottolineava la necessità di limitare la fluttuazione dei cambi per evitare problemi all'integrazione dei mercati – che il Piano Werner. L'obiettivo individuato dal Piano Werner, elaborato da un gruppo di studio guidato dall'allora Primo ministro lussemburghese, era decisamente ambizioso: introdurre una moneta unica europea entro il 1980. Il programma prevede la realizzazione di tre fasi, spalmate lungo un decennio. Nella prima di queste fasi il progressivo coordinamento delle politiche economiche avrebbe dovuto procedere di pari passo con la liberalizzazione dei mercati finanziari, precedendo la successiva realizzazione di politiche strutturali e regionali utili a favorire una maggior coesione o convergenza tra gli stati membri della comunità europea. Il progetto tuttavia rimarrà solo sulla carta.

## **3. Il crollo di Bretton Woods e l'esperienza del Serpente Monetario.**

Molte delle difficoltà che impediscono di raggiungere rapidamente una conclusione sulla strategia da seguire per avviare l'unificazione monetaria derivano anche dal fatto che una serie di shock colpiscono l'economia internazionale, alterando in modo radicale lo scenario macroeconomico. Gli effetti delle forti rivendicazioni salariali degli ultimi anni Sessanta si vanno a sovrapporre alle conseguenze del primo shock petrolifero dell'ottobre 1973. La *golden age* dell'Europa si arresta rapidamente e si creano le condizioni per la nascita di ciò che qualche anno dopo verrà battezzata *Eurosclerosi*. In particolare l'Europa risente – anche e soprattutto – della fine del sistema di Bretton Woods. Quando Richard Nixon, nell'agosto 1971, dichiara la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, il regime di cambi fissi ma aggiustabili disegnato nell'agosto 1944 inizia a crollare. Prende l'avvio ciò che l'economista belga Triffin non esita a definire un “non sistema”, caratterizzato da un disordine valutario che non trova sistemazione neppure con la definizione degli *Accordi Smithsonian* sottoscritti dal Gruppo dei Dieci nel dicembre 1971. Gli Europei soffrono della decisione riguardante l'allargamento delle bande di fluttuazione rispetto al dollaro al  $\pm 2,25\%$  (dall'originario  $\pm 1,0\%$  previsto da Bretton Woods) che consente ai cambi bilaterali tra le monete europee di fluttuare tra di loro sino al 9%.

Da questo disordine valutario l'Europa ha tuttavia molto da perdere e poco da guadagnare. Sin dal 1958 gli sforzi si sono concentrati sul tentativo di eliminare gli ostacoli al commercio al fine di integrarsi tra di loro sempre di più. L'intera operazione, tuttavia, rischia di diventare una fatica di Sisifo se nel frattempo il disordine imperante sui mercati valutari internazionali si traduce in un'estrema incertezza sul fronte dei rapporti di cambio interni alla regione europea. Per questo motivo nell'aprile 1972 i sei paesi fondatori della CEE – unitamente a Danimarca, Irlanda, Regno Unito, Svezia e Norvegia – danno l'avvio alle operazioni del cosiddetto Serpente Monetario (*Snake in the Tunnel*). L'obiettivo è di limitare la fluttuazione dei tassi di cambio tra le valute dei paesi membri entro una banda di ampiezza pari al  $\pm 1,125\%$  (rispetto a una parità centrale ancora una volta definita rispetto al dollaro). Nonostante l'ampiezza consentita alla fluttuazione dei cambi europei sia dimezzata rispetto a quanto concesso dagli Accordi Smithsonian, il Serpente entra sin da subito in difficoltà. La lira lo abbandona nel 1973; il franco francese nel 1974, per rientrarvi nel 1975; le difficoltà proseguono sino a quando nel 1979 ne viene decretato lo scioglimento. Di questa esperienza rimane però un'importante lezione. Benché il Serpente funzioni complessivamente male, tende a produrre risultati soddisfacenti per i paesi membri della cosiddetta area del marco – quali Benelux e Danimarca – e anche per altri due paesi nordici come Norvegia e Svezia. Si evidenzia dunque sin dai primi anni Settanta l'esistenza di un club (ristretto) di paesi che riescono meglio di altri a sostenere l'esistenza di un cambio (più o meno) fisso nei confronti della moneta tedesca.

#### **4. Lo SME: avvio e consolidamento**

La lezione subita dall'Europa dopo la caduta di Bretton Woods è severa, ma non tale da abbattere le speranze e i progetti di unificazione monetaria. Alla fine del 1975 un gruppo di economisti di diverse nazionalità sottopone a *The Economist* il celebre “Manifesto di Ognissanti”, contenente una proposta decisamente provocatoria: introdurre una valuta parallela che si affianchi alle monete nazionali già esistenti e che progressivamente si sostituisca a queste. La proposta cade nel vuoto ma ha il merito di mantenere vivo il dibattito sul tema della moneta unica in Europa. Due anni più tardi l'obiettivo dell'unificazione monetaria torna ad essere ben visibile. L'allora Commissario Roy Jenkins, in occasione della lezione tenuta presso l'*Istituto Universitario Europeo* di Fiesole nell'Ottobre 1977 propone l'istituzione del Sistema Monetario Europeo. I febbrili incontri che si svolgono nel corso del 1978 – lungo l'asse franco-tedesco incarnato da Valéry Giscard d'Estaing e Helmut Schmidt – portano rapidamente a un accordo. Il giorno 13 Marzo 1979 il Sistema Monetario Europeo viene varato, con un chiaro duplice obiettivo. Il primo (di breve-medio termine) è rappresentato dalla ricostituzione di un'area di stabilità monetaria. Il secondo (di più lungo termine – ma direttamente collegato al primo) è costituito dal raggiungimento di condizioni favorevoli all'introduzione di una moneta comune.

Il primo decisivo passo verso la costituzione dell'unione monetaria Europea è compiuto.

Lo SME nasce corredato da una serie di strumenti e istituzioni che avrebbero dovuto facilitarne sin dall'inizio un buon funzionamento, favorito anche dal mantenimento in molti dei paesi membri di controlli sui movimenti di capitale. Viene concepita una moneta paniere, l'ECU, su cui incentrare il sistema di parità bilaterali di riferimento e l'intero meccanismo di cambio, caratterizzato da una banda di fluttuazione del  $\pm 2,25\%$  rispetto alle parità. Per via delle particolari condizioni macroeconomiche in cui si trovava in quel momento, l'Italia negozia una banda di fluttuazione più ampia (pari al  $\pm 6,00\%$ )<sup>1</sup> che da un lato consente i benefici della maggior flessibilità del cambio ma dall'altro implica i costi di maggiori tassi di interesse, connessi a una maggior svalutazione attesa (qualora il tasso di cambio fisso non fosse più credibile). Inoltre, al fine di supportare il sistema di fluttuazione limitata dei cambi viene concepito un meccanismo che eroga risorse creditizie a vantaggio delle valute più deboli sui mercati valutari. Infine viene rilanciato il *Fondo Europeo di Cooperazione*, attraverso il versamento da parte delle singole Banche Centrali Nazionali di una quota (pari al 20%) delle proprie riserve auree e valutarie. A fronte di tali conferimenti il Fondo avrebbe emesso la moneta paniere ECU, da usare per svolgere interventi sui mercati valutari al fine di limitare la fluttuazione dei tassi di cambio. Quando questi interventi fossero risultati non più sostenibili e la modificazione della parità centrali inevitabile, la misura della svalutazione avrebbe dovuto essere decisa cooperativamente (e non unilateralmente dal solo paese in difficoltà).

I primi anni dello SME funzionano ben diversamente da quanto previsto. I riallineamenti sono frequenti: 7 nell'arco di 4 anni. D'altronde, la modifica delle parità centrali mediante operazioni di svalutazione delle monete deboli è necessaria in quanto il differenziale inflazionistico nei confronti del paese centro (la Germania) rimane elevato e comporta di conseguenza perdite di competitività per i paesi a più elevata inflazione che non possono essere sostenibili. Al fine di limitare l'accumulazione di pesanti squilibri competitivi, i tassi di cambio (le parità centrali) vengono quindi modificati. Tuttavia la regola che viene applicata per i riallineamenti è indicativa del modo in cui viene gestito l'accordo di cambio. La svalutazione risulta sempre di entità inferiore al differenziale inflazionistico che si è andato cumulando nel tempo rispetto alla Germania. In tal modo si infligge una punizione/incentivo al paese debole, che è in grado di attenuare – ma non eliminare – la perdita di competitività.

Benché all'inizio – tra il 1979 e il 1983 – lo SME si configuri come un tentativo non particolarmente di successo, nell'arco di pochi anni l'accordo di cambio raggiunge risultati positivi. Tra il 1984 e il 1987 si riducono le frequenze dei riallineamenti (4 in 3 anni). Contemporaneamente diventa sempre più chiara la posizione egemonica della Germania che – come in qualsiasi altro regime di cambio fisso – detta le regole del gioco, cui gli altri paesi (i cosiddetti *followers*) si adeguano adattandovi la propria politica monetaria. L'obiettivo di tale strategia – secondo una linea interpretativa che riscuote molti consensi – è quello di importare nei paesi *followers* la credibilità anti-inflazionistica dalla Germania, al fine di realizzare un processo di disinflazione senza supportare costi reali elevati (in termini di riduzione dei livelli di produzione e occupazione).

Nel complesso il funzionamento dello SME combina aspetti sia negativi che positivi. La Commissione delle Comunità Europee pubblica (1990) un documento che mette a fuoco i punti sostanziali che ne hanno caratterizzato il funzionamento, evidenziandone pro e contro. Dal lavoro emerge infatti una tendenza evidente verso la realizzazione di politiche monetarie sempre più simili, ma anche di come “(...) il successo della convergenza monetaria abbia reso più evidenti le differenze di incompatibilità nelle politiche di bilancio che nei primi anni dello SME sono state estremamente divergenti. In seguito le discordanze di orientamento si sono lievemente ridotte, ma le disparità nella situazione delle finanze pubbliche sono tuttora molto rilevanti”. Ancora una volta

---

<sup>1</sup> Successivamente anche Spagna, Portogallo e Gran Bretagna godranno di una banda di fluttuazione allargata.

alcune statistiche – che si riferiscono al caso italiano – spiegano meglio di qualsiasi altra considerazione la situazione esistente: il deficit pubblico italiano nel 1991 è pari all'11,4% del PIL, inferiore di oltre 1 punto al livello toccato a metà degli anni Ottanta, ma superiore di 8 punti percentuali al saldo registrato dalla Germania. La divergenza in termini di stock è altrettanto marcata (Figura 1). Il debito pubblico italiano, che all'inizio del funzionamento dello SME è ancora inferiore al 60%, nell'anno in cui scoppia la crisi sfiora il 100%, un livello pari a 1,6 volte quello mediamente prevalente nell'area SME e più che doppio rispetto al debito pubblico tedesco.

Contestualmente alla convergenza monetaria e alla divergenza fiscale si manifestano altre importanti tendenze. In primo luogo il tasso di crescita del prodotto conosce una riduzione, replicando un trend seguito anche da paesi esterni all'accordo di cambio. Per contro la disoccupazione tende ad aumentare, mentre il tasso di inflazione si riduce sensibilmente – soprattutto nel corso dei primi 4 anni – ma non in modo sufficiente a eliminare del tutto il differenziale inflazionistico (Figura 2) nei confronti della Germania<sup>2</sup>. Infine le posizioni competitive seguono trend molto distinti. I paesi della cosiddetta Area del marco contengono la perdita di competitività nei confronti della Germania su livelli decisamente limitati: Olanda e Danimarca sono un esempio di come una modesta svalutazione nominale del tasso di cambio associata a un modesto differenziale inflazionistico verso la Germania producano un apprezzamento quasi nullo del tasso di cambio reale. Al contrario i paesi che hanno mantenuto un cospicuo differenziale inflazionistico positivo nei confronti dell'economia tedesca – sostenuto anche da un forte incremento del costo unitario del lavoro (Figura 3) – sperimentano una notevole perdita di competitività, nonostante il deprezzamento registrato nel tempo dal tasso di cambio nominale. La spiegazione sta nella regola di riallineamento delle parità che prevede solo una parziale compensazione dell'inflazione attraverso una svalutazione più contenuta del differenziale inflazionistico. L'apprezzamento reale della lira rispetto al marco (valutato sulla base dell'indice dei prezzi al consumo) sfiora il 40% durante gli anni Ottanta. Il combinato disposto di politiche fiscali espansive e di apprezzamento del tasso di cambio reale produce – in paesi come l'Italia, soprattutto dopo il 1987 – disavanzi nelle partite correnti, che sono finanziati da afflussi di capitale attraverso lo svolgimento di operazioni di mercato e non dalla attivazione di canali di finanziamento ufficiali, quali i meccanismi di credito dello SME.

Nonostante le ombre che innegabilmente accompagnano la vita della SME i miglioramenti sul fronte valutario sono davvero consistenti al punto che si arriva a parlare, tra il 1987 e il 1992, di "SME duro". Per oltre 5 anni – con la sola eccezione del riallineamento tecnico della lira del gennaio 1990 realizzata congiuntamente alla restrizione della banda di fluttuazione della nostra moneta dal 6,0 al 2,25% – le parità di cambio non vengono più modificate. Il regime di cambio fisso funziona senza alcun problema (o almeno così pare!).

La vecchia questione dei tassi di cambio in Europa sembra essere definitivamente risolta. A tale risultato non è estraneo l'annuncio di una misura volta a rafforzare sensibilmente il grado di cooperazione monetaria. Nel mese di settembre 1987 viene infatti raggiunto l'accordo di Basilea-Nyborg per il quale le Banche Centrali dei paesi membri dello SME si impegnano a supportarsi reciprocamente, anche in modo illimitato, in caso di tensioni sui mercati valutari. Un accordo che in linea di principio – se creduto dagli operatori e rispettato dalle Banche Centrali – blinda in modo definitivo il regime di cambio fisso, in quanto consente alla moneta debole sui mercati valutari di godere di un sostegno (in linea di principio infinito) fornito dalla Banca Centrale che emette la valuta forte. Quest'ultima infatti – essendo la banca di emissione della moneta che viene domandata intensamente – può provvedere a stamparne qualsivoglia quantità, impedendo in tal modo alla speculazione di forzare una revisione della parità centrale di cambio. Se il mercato crede

---

<sup>2</sup> In quegli stessi anni l'inflazione si riduce anche all'esterno dell'area SME. Non è quindi chiaro quanto la disinflazione in Europa sia il frutto di una specifica condizione riconducibile allo SME oppure sia dovuta a un fattore "globale".

a tale intervento di supporto, lo stesso mercato sarà perfettamente conscio dell'impossibilità di riuscire a forzare la svalutazione di una moneta attraverso la conduzione di attacchi speculativi, che quindi cesseranno del tutto<sup>3</sup>.

## 5. Il Trattato di Maastricht e la grande crisi dello SME

I successi che lo SME va raccogliendo strada facendo sul fronte della stabilità dei cambi conferiscono nuova linfa al programma di unificazione monetaria. Nel giugno del 1988 il Consiglio di Hannover attribuisce a un Comitato di banchieri centrali (presieduto da Jacques Delors) il compito di redigere un piano per costituire l'Unione Economico-Monetaria. Nell'aprile del 1989 viene presentato il rapporto, scritto da Tommaso Padoa Schioppa e da Gunter Bauer. Prevede ancora una volta un processo fondato sulla realizzazione di tre fasi. La prima (con inizio nel luglio 1990) è caratterizzata dal maggior coordinamento macroeconomico – cooperazione tra Banche Centrali e diffuso consolidamento fiscale – e dall'abolizione dei controlli ancora esistenti che limitano la mobilità dei capitali. Prevede inoltre il lancio di due conferenze intergovernative: l'una incentrata sui problemi dell'unificazione monetaria, l'altra invece focalizzata su quelli dell'unificazione politica. La seconda fase (con avvio nel gennaio 1994) è contraddistinta dalla costituzione dell'*Istituto Monetario Europeo* (IME), oltre che dal rafforzamento del processo di coordinamento delle politiche e di convergenza economica. La terza e ultima fase (prevista per il primo gennaio 1999) coincide con la fissazione irrevocabile dei tassi tra le monete nazionali e la moneta unica e l'inizio di una politica monetaria unica gestita dalla BCE. Le due conferenze intergovernative avviate nel corso del 1990 si concludono nel dicembre 1991 al vertice di Maastricht, in cui viene redatto il documento alla base del celeberrimo Trattato che viene però definitivamente reso ufficialmente operativo solo nel novembre 1993. Nel frattempo, il processo di ratifica del Trattato da parte dei singoli stati nazione si rivela più difficoltoso del previsto e soprattutto si accompagna – tra il settembre 1992 e il luglio 1993 – alla più profonda crisi mai vissuta dallo SME.

La data di inizio della crisi viene convenzionalmente fatta coincidere con il referendum che si tiene in Danimarca il 2 giugno 1992 per procedere alla ratifica del Trattato di Maastricht. L'esito negativo del referendum produce un vero e proprio terremoto sui mercati. Il No danese è interpretato come un rifiuto a procedere ulteriormente lungo il sentiero di unificazione tracciato dal Trattato di Maastricht. Seguono mesi di massicci deflussi di capitali dai paesi che, considerati più fragili, come Italia e Regno Unito, sono giudicati i naturali candidati ad "abbandonare" per primi il progetto di unificazione. Dapprima lira e sterlina britannica sono costrette a svalutare; nel giro di pochi giorni entrambe le valute abbandonano l'accordo di cambio. In 9 mesi si hanno le svalutazioni di peseta, per ben due volte, sterlina irlandese ed escudo portoghese. Da ultimo, il 1° agosto 1993, al termine di un attacco speculativo di dimensioni ragguardevoli condotto nei confronti del franco – nonostante le buone performance macroeconomiche del sistema francese – viene deciso l'ampliamento al  $\pm 15\%$  delle bande di fluttuazione. L'Europa che sino a 18 mesi prima era a un passo dalla definitiva fissazione dei tassi di cambio, adotta ora al suo interno un regime di cambio che consente una fluttuazione di ampiezza più elevata di quella che caratterizza – in quello stesso periodo – il rapporto di cambio tra il dollaro e il marco.

L'antico sogno di Schuman, Adenauer, De Gasperi e Monnet sembra definitivamente svanito!

Se è vero che la miccia della crisi sistemica viene accesa dalla Danimarca – un paese piccolo, il cui peso economico rispetto al resto di Europa è decisamente ridotto (evidente anticipazione del ruolo

---

<sup>3</sup> Un principio simile a quello alla base dell'accordo di Basilea-Nyborg verrà più volte invocato quasi 25 anni dopo quando la crisi dei debiti sovrani europei inizierà a divampare. Torneremo su questo punto nel capitolo 5.

giocato 20 anni dopo dalla Grecia, in occasione della crisi dei debiti sovrani) – occorre chiedersi da dove provenga l’esplosivo. La risposta – non sorprendente per il lettore che ci ha seguito sin qui – è che il funzionamento dello SME si era in realtà accompagnato all’accumulazione di una notevole quantità di squilibri. Il tutto integrato da un nuovo elemento che da un lato rende ancora più deflagranti gli squilibri accumulati, dall’altro consente attacchi speculativi (come nel caso del franco) fondati su aspettative che si auto-realizzano: l’eliminazione dei controlli sui movimenti di capitale<sup>4</sup>. In tal modo – per dirlo con Padoa Schioppa (1986) – si creano i presupposti perché si manifestino gli effetti dovuti all’esistenza di un “quartetto incoerente” secondo cui “(...) in un sistema di stati sovrani è logicamente impossibile avere contemporaneamente libera circolazione delle merci e dei capitali, oltre che cambi fissi e politiche monetarie nazionali indipendenti”.

In realtà, il quartetto incoerente non aveva prodotto immediatamente i temuti danni. Devono infatti trascorrere più di 2 anni da quando i capitali possono liberamente circolare al momento in cui la crisi sistemica prende l’avvio. Non casualmente, un acuto osservatore come Fabrizio Saccomanni definisce (2007) il periodo immediatamente precedente lo scoppio della grande crisi SME (gennaio 1990–giugno 1992) come “la quiete prima della tempesta”. Una quiete sostenuta anche dal diffondersi di aspettative positive sulla tenuta dell’accordo di cambio, rafforzate dall’Accordo di Basile-Nyborg. A dimostrazione di tale diffuso atteggiamento vi è il crescente ricorso a operazioni di *convergence play*, frutto di un notevole indebitamento nelle valute con tassi bassi di interesse e successivo investimento in attività denominate in valute con tassi di interesse più elevati supportati dalle aspettative di cambi stabili. Un cocktail “tassi–aspettative” – ciò che nel gergo moderno è definito *carry trade* – che nel 1990 determinerà in Italia un avanzo in conto capitale talmente ingente da compensare l’elevato deficit delle partite correnti e consentire contestualmente la crescita delle riserve ufficiali. Una condizione che Mario Monti definisce dalle colonne del *Corriere della Sera* “*Effetto Nirvana*”. Nonostante il crescente indebitamento estero determinato dai continui deficit di parte corrente (che portano il debito estero italiano a superare il 12% del PIL) il paese non è spinto a intervenire per effettuare il necessario aggiustamento in quanto sta contemporaneamente godendo di un’accumulazione di riserve che sembra garantire il mantenimento senza problemi del cambio fisso.

Eppure l’aggiustamento, fondato su una modificazione dei rapporti di cambio tra le monete SME, era ormai diventato inevitabile. Non solo per l’Italia, ma per la gran parte dei paesi SME, soprattutto dopo la caduta del Muro di Berlino e l’avvio del programma di unificazione tra le due Germanie. L’enorme shock di domanda venutosi a produrre all’interno della Germania Ovest richiedeva infatti una rivalutazione del marco – o quantomeno una svalutazione delle altre monete – al fine di riallineare un ciclo economico sempre più divergente tra i paesi europei. Mentre in Germania, infatti, il ciclo economico è sostenuto dal boom della domanda aggregata indotto dalla riunificazione (che provoca tensioni inflazionistiche cui la Bundesbank risponde con una stretta monetaria), nel resto dell’Europa si manifestano gli effetti contrattivi dovuti al rialzo dei tassi di interesse, congegnato nel tentativo di mantenere inizialmente invariata la parità di cambio nei confronti del marco.

–°\_°\_°\_

Le lezioni che emergono dall’esperienza dello SME sono chiare. Al crescere della rigidità del meccanismo di cambio si manifesta convergenza tra le politiche monetarie, ma non tra quelle fiscali. Le riforme volte a rendere più agevole la partecipazione delle singole nazioni all’accordo di cambio fisso sono a dir poco sporadiche. Sotto questo profilo, il caso italiano è ancora una volta interessante.

---

<sup>4</sup> L’eliminazione dei controlli che limitano la mobilità dei capitali trova ragione nel cosiddetto Programma 1992, volto alla creazione del Mercato Unico Europeo.

L'unica vera importante riforma attuata nel corso degli anni della partecipazione italiana allo SME è il famoso "divorzio" tra Tesoro e Banca d'Italia, con cui nel 1981 viene sancita l'indipendenza della Banca Centrale dall'autorità di governo<sup>5</sup>. L'altro processo di riforma degno di nota – la deindicizzazione dei salari – viene avviato nel 1992 (con la cessazione del meccanismo di scala mobile) ma completato solo nel luglio 1993, quando la crisi SME era già scoppiata<sup>6</sup>. Peraltro è interessante rimarcare come ancora nel 1990 il già citato documento redatto dalla Commissione UE sottolineasse che “ *si è progressivamente affermato il convincimento che le divergenze economiche reali che si manifestano in squilibri esterni vanno affrontate di norma con misure di aggiustamento interno, piuttosto che con riallineamenti, cioè con un aggiustamento esterno*”. Un modo molto chiaro per affermare il principio che all'interno di una regione caratterizzata da un regime di cambio fisso l'aggiustamento deve sempre di più affidarsi alla svalutazione interna, fatta da variazioni di prezzi e salari (tanto più semplici da attuare quanto più flessibili sono i mercati). Purtroppo però tale principio – nonostante la sua apparente diffusione – rimane disatteso e gli squilibri anziché ridursi crescono. Il risultato ultimo è che nello stesso momento in cui si va costruendo un regime di cambio fisso all'apparenza tanto solido da apparire “duro” (e per certi versi inattaccabile), si vanno montando degli squilibri che ne minano *de facto* la sostenibilità. Un elemento che fornisce sostegno alla tesi della scuola “economista”, secondo cui la fissazione dei tassi di cambio e/o l'introduzione di una moneta unica richiede come necessario pre-requisito il raggiungimento di un certo grado di convergenza tra i sistemi economici che ne fanno parte. E che sembra allontanare per molto tempo la fattibilità di qualsiasi progetto di unificazione monetaria europea.

### **Bibliografia:**

Commissione delle Comunità Europee (1990), *Lo SME: dieci anni di progressi nella cooperazione monetaria europea*, Bruxelles.

Jonung, L. (2002), “Challenges to the sustainability and price stability of the Euro-area - What does history tell us?”, in Buti, M. e Sapir, A. (ed.), *EMU and economic policy in Europe. The challenge of the early years*, London, Edward Elgar.

Padoa Schioppa, T. (1986), *Lessons from the European Monetary System*, Economic Bulletin no.2 Banca d'Italia.

Saccomanni F. (2007), *1990 – 1999. Dialogo alla fine del millennio (fra banca centrale e cambisti)*, paper presentato al Simposio per i 50 anni del Forex Club.

---

<sup>5</sup> Con il “divorzio” Banca d'Italia non è più tenuta a sottoscrivere i titoli del debito pubblico che il Tesoro non riesce a collocare in asta. Mediante questa decisione la Banca Centrale recupera autonomia per quanto riguarda la gestione della politica monetaria.

<sup>6</sup> Grazie a tale decisione viene sospesa l'indicizzazione dei salari ai prezzi. Ciò consente di contenere radicalmente l'incremento del valore nominale del costo del lavoro unitario nell'industria, nonostante la consistente svalutazione (superiore al 30%) registrata nel frattempo dalla lira sui mercati valutari. La realizzazione di “una svalutazione senza inflazione” consente un guadagno di competitività così ampio da garantire una rapidissima inversione di tendenza nei conti delle partite correnti del nostro paese, capace di passare da un deficit pari al 2,4% del PIL nel 1992 a un surplus dell'0,9% nel 1993.