

# L'Italia e la Repubblica Federale di Germania in cammino verso l'unione economica e monetaria europea \*

## 1. Introduzione. 1979-89: l'esperienza della Germania e dell'Italia nello SME

La strada verso l'unione economica e monetaria dell'Europa ha una storia lunga, nella quale un passo importante è stato fatto dieci anni fa, con l'istituzione del Sistema Monetario Europeo. All'interno di quest'ultimo, Germania e Italia sono state finora su due lati opposti, quello "forte" e quello "debole", che la cooperazione dovrebbe avvicinare, rendendo più omogenee le condizioni e i comportamenti dei Paesi membri del sistema. Nel seguito di questo paragrafo introduttivo riassumiamo l'esperienza italo-tedesca nello SME, cercando di mostrare quanta e quale convergenza si è verificata in questi anni.

Nel frattempo, con l'Atto Unico del 1985, la fissazione delle note scadenze del 1990 e 1992 e il Piano Delors preparato quest'anno, la strada verso l'unità si è fatta ancor più concreta e si è arricchita di nuove mete. Il prossimo paragrafo riguarda tali futuri obiettivi e discute, in particolare, la posizione della Germania e dell'Italia rispetto ai programmi di cooperazione monetaria a breve e medio termine. L'ultima parte di queste note mette invece in luce alcuni dei problemi principali che le politiche dei due Paesi, insieme e separatamente, si trovano ad affrontare per proseguire nel cammino di unificazione progettato.

---

\* Relazione al Convegno su "L'Italia e la Repubblica Federale di Germania - Protagonisti dell'integrazione europea", Foro di Dialogo Italo-Tedesco, Institut für Europäische Politik e Istituto per gli Studi di Politica Internazionale, Bad Neuenahr, 18-19 ottobre 1989.

Italia e Germania, nel dar luogo allo SME, avevano obiettivi di fondo comuni e proseguivano «una ricerca della stabilità dei cambi profondamente radicata nella storia europea». <sup>1</sup> Volevano ridurre l'incertezza nei rapporti commerciali e finanziari all'interno di un'area altamente integrata e facilitare il funzionamento della politica agricola comunitaria. Ma gli incentivi immediati dai quali i due Paesi erano mossi differivano. Per la Germania si trattava di evitare che l'instabilità del marco, isolato dalle altre valute europee, finisse per comprometterne la competitività. <sup>2</sup> In un periodo di dollaro debole la speculazione si polarizzava sul marco; più in generale, i mercati valutari tendevano a sovrappremiare la minore inflazione tedesca. Il severo meccanismo della griglia SME voluto dalla Germania ne avrebbe diffuso la virtù monetaria e, nello stesso tempo, avrebbe un poco abbassato il profilo di tale virtù, riducendone il prezzo in termini di competitività.

Per l'Italia l'accordo europeo significava invece soprattutto uno strumento per autodisciplinarsi, per tenersi vicina economicamente e politicamente al cuore dell'Europa, assicurando le proprie prospettive di stabilità e di sviluppo. Di questo obiettivo, allora avvertito piuttosto genericamente, la letteratura dà oggi un'interpretazione *ex post* più specifica e precisa, che vale soprattutto, ci sembra, per gli anni seguenti il 1983. La ricerca di autodisciplina viene descritta come un "legarsi le mani" con cui l'autorità monetaria italiana prende in prestito la maggior credibilità della Bundesbank nella lotta all'inflazione. Intralciare la svalutazione del cambio nominale con un meccanismo di parità aggiustabile solo in modo concertato e ritardato vuol dire impegnarsi a pagare la maggiore inflazione con minore competitività. Ciò rappresenta un costo economico per gli esportatori che diventa un costo politico per l'autorità, della quale rende più credibili le promesse antinflazionistiche. <sup>3</sup>

<sup>1</sup> GIAVAZZI e GIOVANNINI (1989), p. 13; si veda, più in generale, il primo capitolo del libro.

<sup>2</sup> Si vedano, ad esempio, JOHNSON (1973), MELITZ (1988), GIAVAZZI e GIOVANNINI (1989), par. 1.3.1 e 1.3.2.

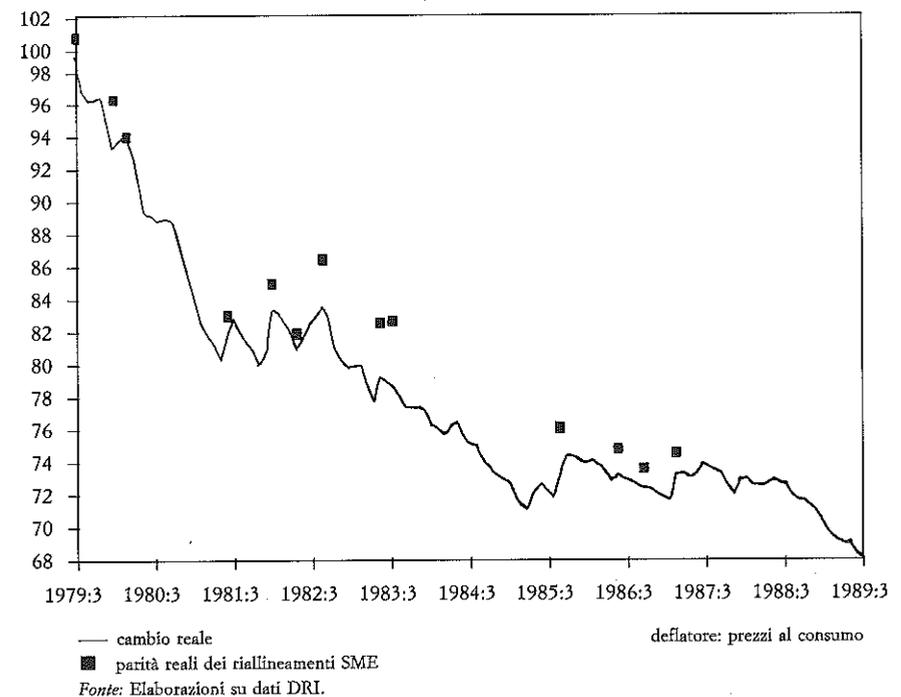
<sup>3</sup> GIAVAZZI e PAGANO (1988a). Per una critica all'interpretazione disciplinare dello SME, che è basata sul «prestito della credibilità tedesca alle autorità monetarie dei Paesi a valuta più debole», si veda il recente FRATIANNI e VON HAGEN (1989). Essi sostengono, invece, un'interpretazione strumentale e cooperativa dello SME, forse più vicina agli intendimenti iniziali che abbiamo più sopra attribuito ai tedeschi, desiderosi di costituire uno «shock absorbing device» (FRATIANNI e VON HAGEN, pp. 4-5) atto a frenare la polarizzazione sul marco dei disturbi alla domanda di dollari, «uniformando la distribuzione del loro impatto fra i Paesi membri» (p. 48. Nostre traduzioni).

Si può dire che, per entrambi i Paesi, l'esperienza dello SME ha senz'altro corrisposto agli incentivi che li avevano sospinti all'accordo. I risultati sono anzi andati forse al di là delle attese. Il marco è infatti stato, negli ultimi tempi, addirittura debole. Si è ridotta la sua polarizzazione col dollaro, che è maggiormente sostituibile con le altre valute europee e con lo stesso Ecu. Il cambio reale del marco in termini di lire si è molto svalutato: calcolato con i prezzi al consumo, dal marzo del 1979 ha perso più del 30%, con riallineamenti della parità centrale che l'hanno collocata sempre più bassa in termini reali (si veda la Figura 1): 9 volte su 13 la svalutazione della banda lira-marco ha "perdonato" all'Italia solo parte dell'eccesso d'inflazione accumulatosi dal riallineamento precedente. Il guadagno di competitività della Germania è stato rilevante.

Corrispondentemente per l'Italia è stato forte lo stimolo a realizzare gli aggiustamenti necessari a ridurre l'inflazione di origine interna, mentre la componente esterna risultava automaticamente

INDICE CAMBIO REALE LIRA/MARCO  
medie mensili (base: marzo 1979 = 100)

FIGURA 1



calmierata dal cambio forte. La politica monetaria si è fatta meno condizionare dal fabbisogno pubblico ed è divenuta considerevolmente più severa: il differenziale d'interesse reale con la Germania è passato da valori molto negativi a valori nettamente positivi (si veda la Figura 2). La politica di bilancio ha arrestato il deterioramento del disavanzo primario (si veda la Figura 4).

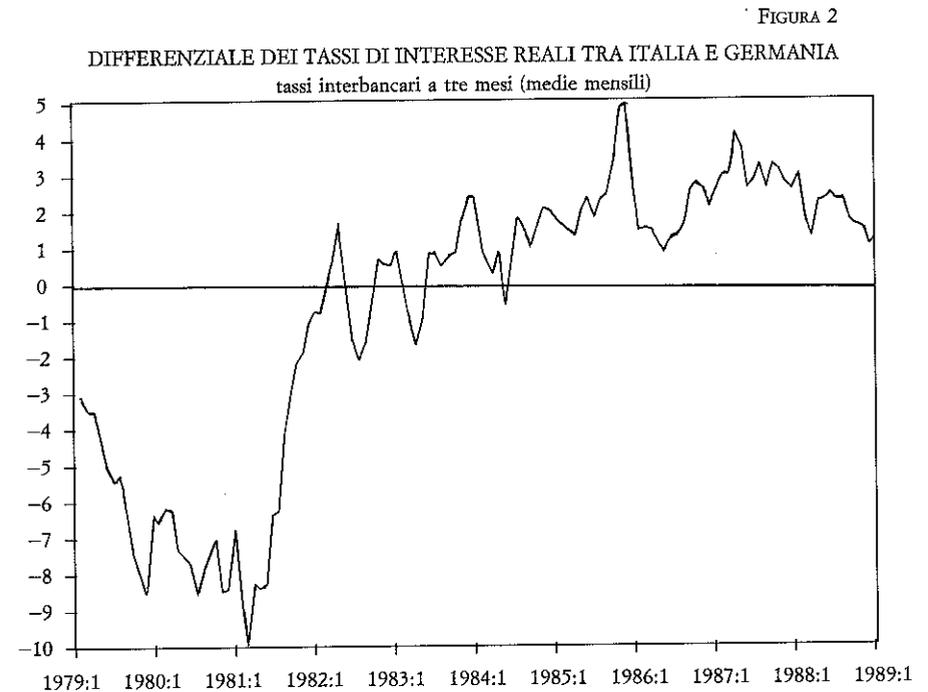
Notevole è il fatto che l'Italia sia riuscita, mentre disciplinava il cambio, ad attuare una consistente liberalizzazione valutaria. Questo risultato non era atteso al principio dello SME. Si poteva anzi pensare che il mantenimento dei controlli sarebbe stato uno degli inevitabili costi dell'accordo, fino a quando l'inflazione fosse rimasta più alta che all'estero:<sup>4</sup> in effetti, fino al 1983 i controlli valutari hanno contribuito a frenare la speculazione sui prevedibili riallineamenti della lira.<sup>5</sup> La vera funzione del protezionismo era però un'altra: quella di mantenere bassi i tassi d'interesse reali e dunque il costo del debito pubblico.<sup>6</sup> Ed erano soprattutto i tassi troppo bassi, in definitiva, a rendere temibile la speculazione. Infatti, quando i tassi italiani sono stati portati al loro livello di equilibrio internazionale, la gestione della lira nello SME è stata possibile anche rimuovendo i controlli, nonostante il permanere di un sostanziale differenziale d'inflazione rispetto, ad esempio, alla Germania. L'aumento della libertà e della mobilità dei capitali appare chiaramente guardando al differenziale d'interesse coperto a termine fra i tassi domestici italiano e tedesco. Prima del 1983 esso era sistematicamente negativo (pari in media a circa 1.5%); apertasi poi la possibilità di arbitraggi in varia forma, il differenziale si è in sostanza annullato, rientrando nei limiti dei costi di transazione (si veda la Figura 3).<sup>7</sup>

<sup>4</sup> Sul "trade-off" fra libertà e stabilità dei cambi in presenza di differenziali di inflazione, si veda, ad esempio, PADOA-SCHIOPPA (1982) e BRUNI e MONTI (1986).

<sup>5</sup> GIAVAZZI e PAGANO (1988b).

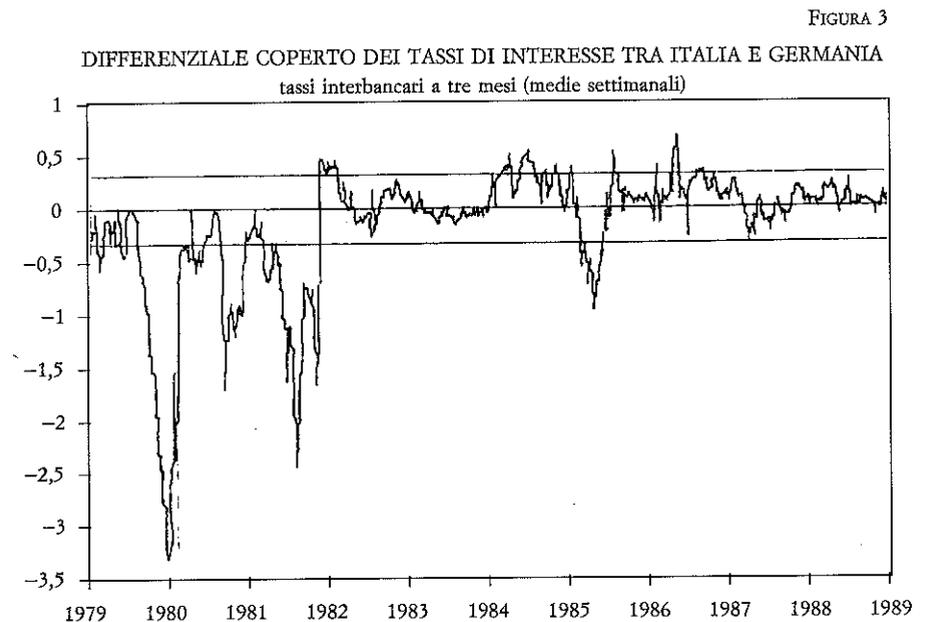
<sup>6</sup> Per un'analisi teorica di tale funzione si veda BRUNI e GIAVAZZI (1987), par. 3.

<sup>7</sup> Si può sostenere che la rimozione dei controlli valutari italiani, insieme a quella avvenuta in Francia e un poco dappertutto in Europa e nel mondo, ha favorito la stabilità del marco, perché ha contribuito a ridurre la sua polarizzazione rispetto al dollaro. Questa era in gran parte dovuta al fatto che i controlli (anche se orientati, in modo asimmetrico, a frenare le uscite di capitali) rendevano indisponibili, illiquide, insostituibili, le valute protette, per chi cercasse contropartite ad acquisti o vendite di dollari, che avvenivano perciò prevalentemente contro marco: si veda il cap. 6 di GIAVAZZI e GIOVANNINI (1989). A questo fine è invece oggi possibile, ad esempio, vendere e comprare lire, affrontando, per tali transazioni, costi, tempi e incertezze più ragionevoli e approfittando anche del mercato dell'euro lira che, meglio collegato al mercato monetario interno, si è fatto più spesso e liquido.



Deflatore: prezzi al consumo

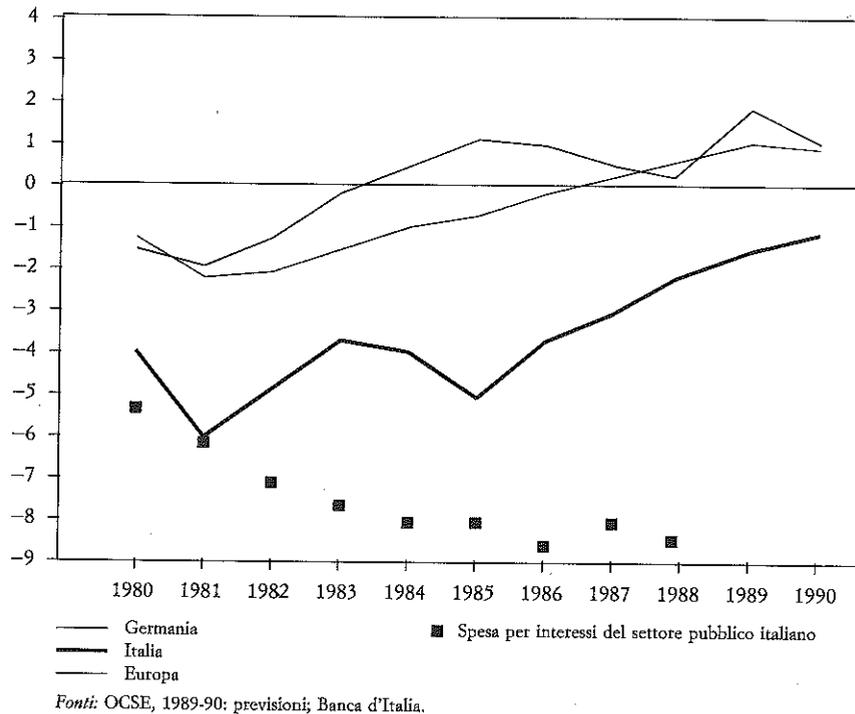
Fonte: Elaborazioni su dati DRI.



Fonte: Elaborazioni su dati DRI.

DISAVANZO PRIMARIO DEL SETTORE PUBBLICO  
in percentuale del PIL

FIGURA 4



VARIAZIONE MEDIA DEL SALDO DI BILANCIO RISPETTO AL PIL (- : espansione fiscale; + : restrizione fiscale)				
	depurato dall'effetto di:			
	ciclo		ciclo e inflazione	
	ITALIA	GERMANIA	ITALIA	GERMANIA
1979-84	-0.40	+0.33	-0.13	+0.38
1985-88	+0.44	-0.27	+0.75	-0.30

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE-Banca d'Italia.

Nel complesso lo SME ha visto convergere le politiche economiche italiana e tedesca. Si sono venute incontro soprattutto le politiche monetarie, perché quella italiana è divenuta più serena e quella della Germania si è fatta meno restrittiva, e anche per i loro aspetti qualitativi, per cui la deregolamentazione finanziaria interna ed esterna attuata dall'Italia ha reso più simile il *modus operandi* della sua politica a quello del controllo monetario in Germania. Quanto alle politiche di bilancio, si insiste spesso sul fatto che sono state

molto discoste; ma negli ultimi anni (1985-88) si nota, insieme al contenimento del disavanzo primario italiano, un movimento espansivo in Germania (si veda la Figura 4): esso sta forse arrestandosi, anche se rimane significativo l'impatto della diminuzione delle imposte. Questa "convergenza" della politica fiscale tedesca non è connessa solo alla concertazione europea: è noto che si tratta di un punto su cui si è sempre battuto in tutte le sedi di coordinamento internazionale.

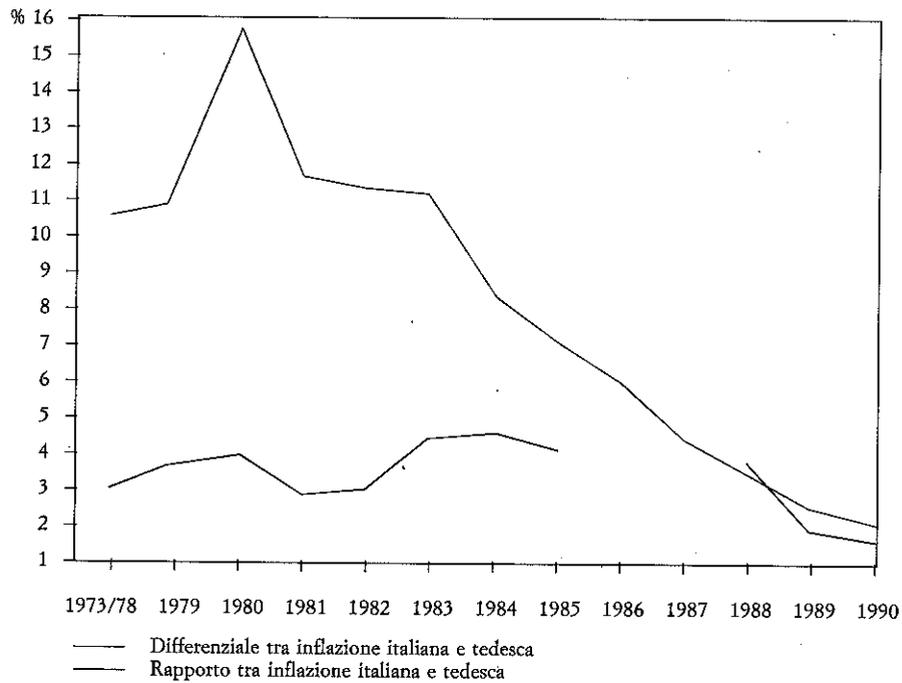
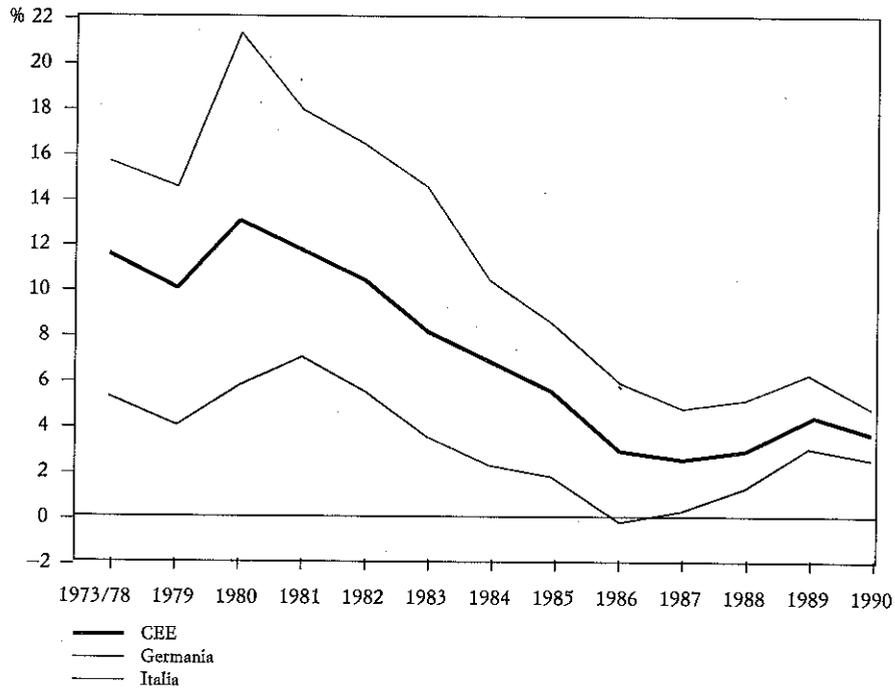
Solo in parte alla convergenza delle politiche ha corrisposto quella delle *performance* delle due economie. L'unico avvicinamento rilevante è stato quello dei rispettivi tassi di inflazione (si veda la Figura 5), anche se fino all'anno scorso la loro differenza si era ridotta in proporzione al loro livello medio, cosicché il rapporto fra l'inflazione italiana e quella tedesca rimaneva elevato. I saggi di crescita reale della produzione e della domanda sono rimasti discosti, collocati tendenzialmente da parti opposte rispetto alla media comunitaria (si veda la Figura 6). Ma va osservato che il loro andamento è stato altamente sincrono, per tutto l'ultimo decennio; la più recente congiuntura, inoltre, mostra una netta accelerazione della crescita tedesca trainata (in ciò sta la differenza importante col caso italiano) dalla domanda estera, mentre si intravedono le notevoli potenzialità espansive della nuova immigrazione. Durante dieci anni di SME, l'occupazione è cresciuta molto di più in Italia; gli indici di disoccupazione risultano sempre strutturalmente più bassi in Germania, dove però dal 1979 sono aumentati proporzionalmente di più che in Italia.<sup>8</sup> In entrambi i Paesi è andata crescendo la preoccupazione per gli squilibri regionali del reddito e dell'occupazione, che sono più accentuati in Italia; ma anche la Germania condivide la rigidità della distribuzione territoriale della disoccupazione che caratterizza l'Europa rispetto agli Stati Uniti.<sup>9</sup>

Particolarmente divergenti sono stati i comportamenti delle partite correnti delle bilance dei pagamenti (si veda la Figura 7): il che dipende soprattutto dal diverso tono della domanda interna nei due Paesi e dall'andamento del cambio reale. Sarebbe che l'effetto di quest'ultimo sia oggi più importante. La rilevanza del *misalignment*

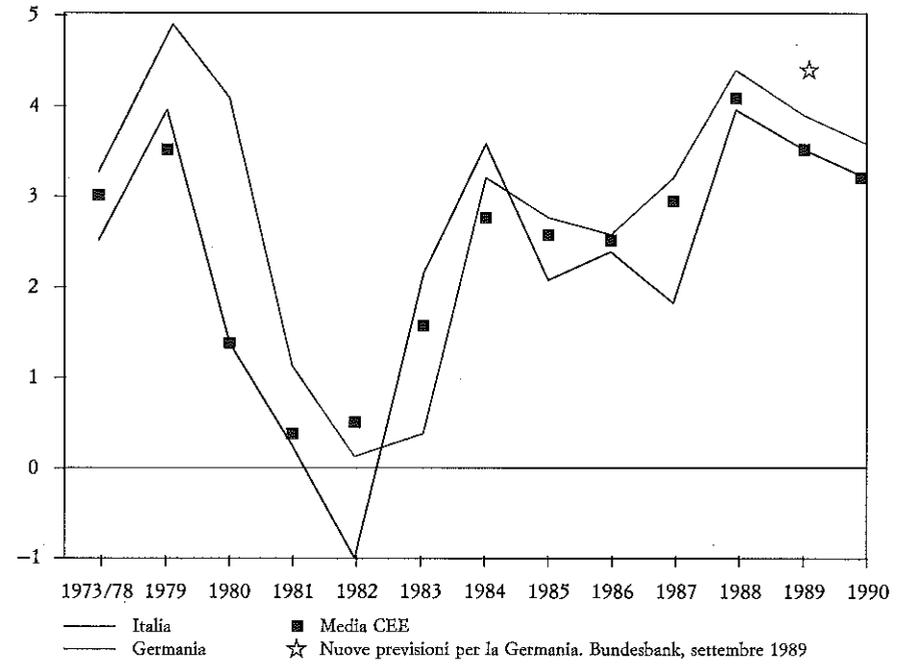
<sup>8</sup> Si veda OECD (1989c), tav. R16, R17, e R18. Fatta 100 l'occupazione nel 1978, dieci anni dopo essa risultava pari a 108 in Italia, 102 in Germania.

<sup>9</sup> *The Economist* (1989b). È noto come gli squilibri regionali possano costituire un problema per l'unificazione monetaria: si veda DELORS (1989).

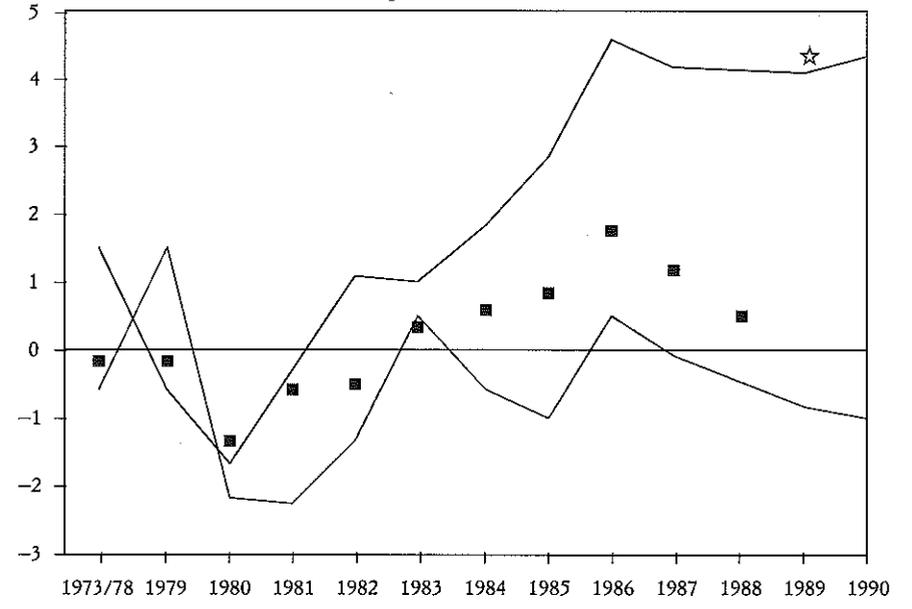
INFLAZIONE DEI PREZZI AL CONSUMO FIGURA 5



CRESCITA FIGURA 6  
Saggio di crescita reale del PIL



PARTITE CORRENTI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI FIGURA 7  
in percentuale al PIL



del marco per gli squilibri commerciali emerge anche dal fatto che l'avanzo tedesco ha perso bruscamente la sua natura di riflesso del disavanzo statunitense e trova crescente contropartita nei *deficit* interni alla CEE.<sup>10</sup>

Fra il 1978 e il 1988 le retribuzioni reali per addetto nell'industria sono cresciute di circa il 20% in Italia, del 13% in Germania (si veda la Figura 8). Molto maggiore è stato il divario fra i tassi di crescita della produttività del lavoro (aumentata di circa il 50% in Italia, meno della metà in Germania), cosicché il costo reale del lavoro per unità di prodotto è sceso, nel decennio, più del 20% in Italia, meno del 10% in Germania. Gran parte della differenza si è avuta a partire dal 1984: da allora i salari reali hanno preso a crescere, in media, quasi nella stessa misura nei due Paesi, mentre la dinamica molto più favorevole della produttività in Italia ha ridotto i costi del lavoro per unità di prodotto (del 6% circa dal 1984 al 1988) che sono invece cresciuti in Germania (di circa il 5%).

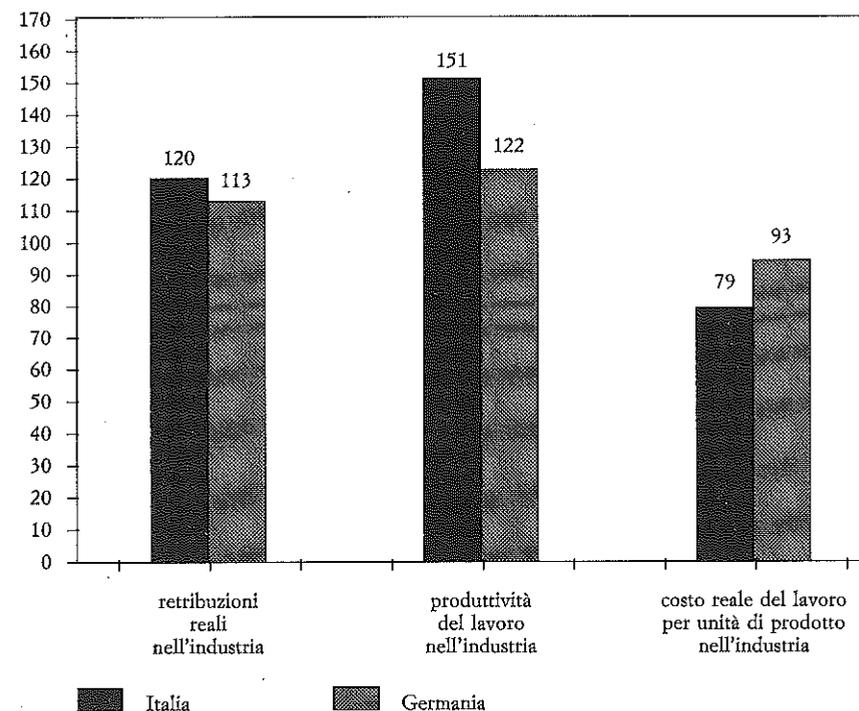
L'andamento dei costi del lavoro influenza naturalmente la competitività: usando il loro livello nell'industria per deflazionare il cambio lira-marco, la sua rivalutazione reale appare più contenuta e dal 1984 al 1988 esso risulta addirittura svalutato (si vedano i dati riportati nella Figura 8). Ciò aiuta a comprendere come sia stato possibile sopportare la forza del cambio nominale: a essa è corrisposto un accentuato miglioramento della produttività e dei costi relativi dell'industria italiana che ha permesso di contenere la dinamica dei prezzi all'esportazione. Il rapporto fra questi ultimi e l'indice dei prezzi al consumo, e la ragione di scambio fra i beni commerciati e non commerciati, sono andati così distortendosi, sfavorendo l'afflusso di risorse ai settori esportatori.

È improbabile che questi andamenti della produttività, dei costi e dei prezzi relativi possano continuare. Già negli ultimi 12-18 mesi, mentre la lira si è rafforzata in termini nominali, il costo del lavoro appare in netta accelerazione, anche per l'aumento degli oneri sociali.<sup>11</sup> E non è tentando di forzare una svalutazione del cambio che si

<sup>10</sup> Fra il 1985 e il 1988, la quota dell'avanzo globale della bilancia commerciale tedesca nei confronti degli Stati Uniti è passata dal 32% al 13%, quella nei confronti della CEE dal 12% al 25%, quella nei confronti dell'Italia dal 6% al 9% circa (IMF, Direction of Trade Statistics).

<sup>11</sup> L'alto sfruttamento degli impianti, il ridimensionamento degli esuberanti di personale e le avvenute riorganizzazioni produttive vanno riducendo, in molti settori dell'industria italiana, i margini per ulteriori aumenti di produttività. Nel frattempo la produttività tedesca ha preso a crescere brillantemente.

FIGURA 8  
SALARI, PRODUTTIVITÀ, COSTI E RAGIONI DI SCAMBIO  
Indici medi 1988, 1978 = 100



CAMBIO LIRA/MARCO, 1988

	1978=100	1980=100	1983=100
Nominale	175	157	125
Reale su prezzi al consumo	76	84	94
Reale con costi del lavoro per unità di prodotto	89	93	106
Reale con prezzi all'ingrosso	84	91	92
Reale con valori medi unitari all'esportazione	....	98	106

Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia.

risolve il problema. La compressione della domanda estera netta corrisponde, in Italia, all'eccesso di quella pubblica (che, fra l'altro, dal lato dell'offerta, tende ad attirare le risorse nel settore dei servizi non commerciabili, e a trattenerle, sussidiandole, nei settori non competitivi): gli alti tassi di interesse, l'afflusso di capitali, la rivalutazione del cambio costituiscono solo la cinghia di questo collegamento.

Perché prosegua la stabilità del cambio occorre un nuovo salto di qualità delle politiche e un'accentuazione di certi aspetti della convergenza. Nel caso italiano ciò significa soprattutto avviare a soluzione la questione della finanza pubblica: su ciò torneremo più innanzi, discutendo anche alcuni problemi di gestione dell'economia che si pongono in Germania. Guardando all'esperienza italo-tedesca i risultati del sistema monetario europeo appaiono nel loro insieme positivi e promettenti. È giustificato guardare avanti, verso un rafforzamento e un completamento dell'accordo. Ma occorre farlo esplicitando l'unione "economica" più generale che deve accompagnare quella monetaria, per irrobustirla e renderla duratura. Ed è infatti in questo senso che la comunità ha deciso di muoversi, disegnando il progetto del Comitato Delors, del quale ora diremo; e, prima ancora, ponendosi l'obiettivo del mercato unico. È proprio la prospettiva del 1990-92 che rende la situazione attuale diversa da quella di dieci anni fa, quando fu stabilito lo SME: l'accordo di cambio va a innestarsi in una profonda integrazione economica e finanziaria.

## 2. I programmi di cooperazione monetaria a medio e breve termine

Il progetto del Comitato Delors non precisa le scadenze entro le quali l'unione economica e monetaria dovrà entrare nella sua "terza fase" e concludersi. Le caratteristiche principali dell'obiettivo finale appaiono però abbastanza chiare, frutto di un coraggioso lavoro di riflessione e di scelta. Tre punti vanno sottolineati.

Si esclude, innanzitutto, che il processo di unificazione si limiti agli aspetti monetari,<sup>12</sup> né si vogliono usare questi come uno stru-

<sup>12</sup> «Passi isolati in campo monetario sovraccaricherebbero la politica monetaria e, col tempo, distruggerebbero la credibilità del processo di unificazione», POEHL (1989), p. 155 (nostra traduzione).

mento meccanico, un'esca per avviare una sorta di fusione automatica del resto.<sup>13</sup> Si riconosce che per unire la moneta occorre chiedere ai Paesi una sostanziale rinuncia all'autonomia della loro politica economica, per responsabilizzare in modo preciso un'autorità comunitaria. Se la moneta non è semplice "velo", non dovrebbe meravigliare che per metterla in comune occorra almeno ritoccare il Trattato di Roma.

In secondo luogo, si fissano le caratteristiche della banca centrale comune.<sup>14</sup> Si stabilisce, in particolare: la sua indipendenza dai governi nazionali e comunitario; il fatto che il suo obiettivo istituzionale e la sua specifica responsabilità sarà il mantenimento della stabilità dei prezzi; il divieto di far prestiti ai governi nazionali e comunitario.

La terza caratteristica importante del disegno di unione monetaria del Comitato Delors è l'intenzione di procedere a un'attiva concertazione fiscale. Si riconosce che eccessive e persistenti divergenze nelle politiche di bilancio, influenzando la domanda e l'offerta di attività finanziarie nonché le aspettative sulla creazione di moneta, hanno forti ripercussioni sui mercati dei cambi e possono rendere insostenibile un sistema di parità fisse.<sup>15</sup> Si teme d'altra parte che, nel breve periodo, la stabilità dei cambi faciliti eccessivamente il finanziamento internazionale dei disavanzi,<sup>16</sup> al punto di attenuare lo stimolo al loro aggiustamento, stimolo che va dunque ravvivato dalla concertazione comunitaria. La politica di bilancio comunitaria andrà coordinata con quella monetaria: a questo fine vengono individuate alcune forme di collaborazione fra il Consiglio dei Ministri e la banca centrale comune, compresa la partecipazione del Presidente di quest'ultima alle riunioni del Consiglio.<sup>17</sup>

<sup>13</sup> Il Comitato ha, fra l'altro, ritenuto inopportuno il ricorso alla «strategia della moneta parallela quale mezzo per accelerare il processo di unione monetaria», COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989), par. 47, p. 33 (nostra traduzione).

<sup>14</sup> COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989), par. 32, pp. 25-66.

<sup>15</sup> La letteratura teorica sulle relazioni fra politiche di bilancio e tassi di cambio è molto ricca e, per certi aspetti, contraddittoria. Nel complesso emerge però, per varie vie, l'incompatibilità fra persistenti divergenze fiscali e sostenibilità dei cambi fissi. Una breve rassegna della questione è esposta, ad esempio, in BINI SMAGHI (1989).

<sup>16</sup> COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989), par. 30, p. 24. Fra i sostenitori della tesi che i cambi fissi attenuino la disciplina fiscale è Roland McKinnon: «If Mr. McKinnon is right, the case against currency union may be that it grants too much fiscal freedom, not too little», *The Economist* (1989a).

<sup>17</sup> COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989), par. 34, p. 29.

Su queste caratteristiche di fondo non sembrano esservi divergenze di vedute fra Italia e Germania di importanza comparabile a quelle che ispirano le riserve del Regno Unito. Va detto però che critici dell'approccio istituzionale all'evoluzione dello SME si trovano più frequentemente fra i tedeschi.<sup>18</sup> Costoro vedono con preoccupazione l'abbandono dei meccanismi semplici e decentrati di disciplina che oggi reggono lo SME e stimolano una sorta di competizione fra le monete e fra le autorità monetarie e regolamentari dei vari Paesi; e il passaggio a una costruzione più monolitica, che potrebbe rivelarsi pesantemente burocratica, meno efficiente e rapida nel riflettere i segnali del mercato, meno responsabilizzante per l'azione politica dei singoli Paesi.

Queste preoccupazioni devono senza dubbio essere tenute presenti. È però forse possibile superarle organizzando bene le nuove istituzioni monetarie della Comunità. Il progetto Delors prevede in effetti una delega progressiva di precise funzioni, poteri, responsabilità al Sistema Europeo delle Banche Centrali, che dovrebbe consentirne un funzionamento efficiente e trasparente. Inoltre, l'informalità del sistema attuale si basa su un implicito riconoscimento della *leadership* e della superiore credibilità della politica monetaria tedesca. Ma queste, a loro volta, richiedono che la Bundesbank mantenga una capacità di controllo e sterilizzazione completa e puntuale. Il che diviene sempre più difficile con l'aumento dell'integrazione finanziaria e della stabilità dei cambi intereuropei, che accrescono la sostituibilità fra le monete.

Oltre che più difficile da sostenere, l'organizzazione asimmetrica dello SME diviene meno disciplinante nei confronti dell'inflazione. Infatti, al crescere della stabilità dei cambi nominali e dell'integrazione finanziaria, i capitali si muovono dai Paesi a tassi inferiori a quelli con maggiore inflazione e più alti tassi; le regole asimmetriche impongono ai primi di compensare l'uscita con creazione di credito interno, mentre i secondi possono tralasciare di sterilizzare l'entrata. Il risultato tende a produrre un'espansione netta, automatica e indesiderata, della quantità di moneta europea.<sup>19</sup> Occorre quindi ap-

<sup>18</sup> Ad esempio KLOTEN (1989) e VAUBEL (1989); si veda la citazione di THYGESEN (1989b), p. 30.

<sup>19</sup> «... monetary discipline in the system may have loosened as a direct consequence of super-imposing free capital on the asymmetric model of coordination that had served the EMS so well during the phase of disinflation», BINI SMAGHI e MICOSI (1990), p. 421.

prontare le istituzioni per un controllo congiunto della liquidità comunitaria.

La crisi fisiologica della centralità monetaria tedesca, d'altra parte, è il segno positivo che altri hanno appreso la disciplina della Germania e, accettando il pressante invito a liberalizzare il loro mercato valutario, lo hanno reso più accogliente, liquido e funzionale. Il "principio di sussidiarietà"<sup>20</sup> consente che all'avvio di tale "crisi di crescita" del sistema monetario europeo corrisponda un allargamento delle funzioni istituzionali del governo comunitario. Ed è forse solo attraverso le nuove istituzioni che la Germania potrà continuare a contribuire pienamente alla correttezza della politica monetaria europea.

Il deciso consenso dell'Italia al progetto di unificazione istituzionale potrebbe sorprendere, se si pensa agli ingenti cambiamenti che questo implica per il Paese. I connotati previsti per la banca centrale europea assomigliano certamente di più a quelli della Bundesbank<sup>21</sup> che non a quelli della Banca d'Italia. Quest'ultima è meno indipendente dal Governo, del quale è inoltre ampiamente creditrice, mentre il controllo dell'inflazione è per lei un obiettivo e una responsabilità molto meno esplicita ed esclusiva. Quanto alle politiche di bilancio, sarà soprattutto quella italiana a doversi aggiustare ai vincoli che verranno disposti in sede comunitaria. In questa prospettiva appare chiaro che l'Italia, nel modo con cui accetta di legarsi all'Europa, continua a cercare uno stimolo per aumentare la disciplina e la credibilità delle sue politiche.

Il progetto Delors delinea l'organizzazione istituzionale delle future politiche comuni senza soffermarsi sugli strumenti e le modalità con cui esse andranno attuate. È questa un'ampia problematica sulla quale dovranno esercitarsi prossimamente il dibattito, la riflessione scientifica e quella delle autorità. Ci limitiamo qui a due osservazioni riguardanti la politica monetaria.

Il divieto di finanziare il settore pubblico è certamente importante per garantire l'autonomia della politica monetaria. L'esperienza italiana dello scorso decennio e dei primi anni ottanta mostra però che la banca centrale può garantire al Tesoro un rilevante sostegno anche indipendentemente dai prestiti che gli concede: facendo cioè ricorso a controlli amministrativi diretti sui flussi finanziari interni e

<sup>20</sup> Par. 20 del RAPPORTO DELORS.

<sup>21</sup> Si veda l'intervento con cui POEHL (1988) aveva preannunciato le caratteristiche della banca centrale tedesca che avrebbero dovuto essere trasferite a quella europea.

verso l'estero. Questi possono abbassare artificialmente il costo del debito pubblico, agendo come un'imposta occulta. L'autorizzazione a ricorrere a controlli diretti rende l'autonomia della banca centrale meno difensibile dalle pressioni politiche. Sarebbe opportuno escludere esplicitamente che la futura autorità monetaria europea (sia il suo organo centrale che le sue residue articolazioni nazionali) possa far uso di "armi improprie".

Una seconda osservazione riguarda invece le "armi proprie", cioè gli schemi e le tecniche di controllo indiretto della liquidità. Nei lavori che accompagnano il Rapporto Delors sono contenute alcune prime indicazioni, che potrebbero essere utili già nel corso della seconda fase dell'unione.<sup>22</sup> Si propone, in particolare, di ricorrere a riserve obbligatorie in Ecu imposte dall'organo centrale comunitario, con l'eventuale tramite degli istituti centrali nazionali.

Nonostante l'uso della riserva obbligatoria sia oggi in crisi, nella letteratura e nella prassi della politica monetaria,<sup>23</sup> essa potrebbe effettivamente risultare uno strumento prezioso nella fase di costruzione e di avvio dei sistemi di controllo monetario europeo. Ma a due condizioni. Innanzitutto la riserva obbligatoria europea dovrà essere remunerata a tassi sostanzialmente allineati al mercato; non dovrà dunque avere alcun contenuto fiscale implicito; la sua efficacia dovrà basarsi sul fatto che l'offerta di strumenti in Ecu depositabili a riserva è esogena e controllata dal centro. In secondo luogo, i sistemi di riserva obbligatoria nazionali attualmente vigenti devono essere gradualmente eliminati o, quanto meno, livellati verso il basso e armonizzati, per evitare distorsioni nella concorrenza bancaria e nei processi di moltiplicazione dei movimenti monetari internazionali.<sup>24</sup>

Abbiamo finora considerato l'obiettivo finale dell'unificazione monetaria, circa il quale fra Italia e Germania vi è sostanziale accordo. Alcune limitate divergenze hanno invece caratterizzato la fase di transizione finora trascorsa e potrebbero un poco complicare i prossimi passi. Desideriamo ricordarne due.

<sup>22</sup> Si veda CIAMPI (1989) e THYGESEN (1989a).

<sup>23</sup> Si veda, ad esempio, BALTENSPERGER e DERMINE (1987), BRUNI e ROVELLI (1989), GOODHART (1989), HERRIGAN (1988), KNEESHAW e VAN DEN BERGH (1989), cap. VI.

<sup>24</sup> I coefficienti di riserva nazionali sono oggi, in certi casi, troppo elevati (e fra di essi quello italiano è il più alto, quello tedesco è considerevole) e comunque troppo diversi; hanno un'evidente funzione di tassazione implicita delle banche e non devono continuare a essere considerati semplici strumenti di controllo monetario destinati a sfuggire non solo all'armonizzazione, ma anche al mutuo riconoscimento.

La prima riguarda la banda di oscillazione della lira attorno alla parità. Quando fu costituito lo SME, l'Italia avrebbe gradito una banda larga per tutti. Ciò avrebbe favorito il funzionamento dell'indicatore di divergenza, l'astinenza da interventi inframarginali, le manovre di disorientamento della speculazione. Ha invece ottenuto l'eccezione del 6% come una facilitazione per la debolezza strutturale della lira. Per lunghi periodi, d'altra parte, l'Italia ha rinunciato a sfruttare il suo privilegio, mantenendo in pratica il cambio entro il 2.25%, come gli altri Paesi. La Germania non ha mai cessato di insistere perché restringesse la banda. Probabilmente l'Italia è ora sul punto di farlo, entrando con speranza e decisione nella prima fase del piano Delors.

Guardando però la questione *ex post*, ci sembra che una banda più larga per tutti avrebbe avuto i suoi vantaggi, compreso quello di facilitare e anticipare l'ingresso nello SME di monete non membre. Nel caso dell'Italia, inoltre, è stato molto importante procedere alla liberalizzazione dei movimenti di capitale *prima* di restringere la banda.<sup>25</sup> La prima operazione conferisce credibilità alla seconda e dovrebbe far sì, fra l'altro, che l'impegno sul cambio riduca il premio al rischio sui tassi di interesse. Procedere in ordine inverso avrebbe potuto mettere in pericolo l'eliminazione del protezionismo valutario e avrebbe avuto, indirettamente, un minore "effetto disciplina" sulla politica economica. Ciò vale anche per il prossimo futuro: come sosterremo in seguito, la liberalizzazione va completata (subito e) prima di passare alla banda del 2.25%.

Un'altra divergenza si manifesta circa il processo di armonizzazione del trattamento fiscale delle attività finanziarie. Senza entrare nel merito del problema<sup>26</sup> ricordiamo che tale armonizzazione è collegata, in base alla decisione del Consiglio dei Ministri Finanziari del giugno 1988, alla liberalizzazione del luglio 1990. In questa prospettiva, la modifica dell'atteggiamento tedesco sulla questione rischia di equivalere a una messa in discussione dei tempi della liberalizzazione. Cosa che l'Italia non ha mai fatto, nonostante gli elevati costi di aggiustamento di un Paese con una lunga tradizione di forte protezionismo. Attualmente in Italia prevale la posizione se-

<sup>25</sup> Le autorevoli e preziose pressioni della Germania perché l'Italia facesse entrambe le cose hanno a volte mostrato qualche incertezza e contraddittorietà nell'indicarci la giusta precedenza: si veda MONTI (1986), p. 503.

<sup>26</sup> Si veda il dibattito collocato nella III sessione di questo III Gruppo di Lavoro del Foro Italo-Tedesco.

condo la quale, nonostante le difficoltà dell'armonizzazione fiscale, si procederà a liberalizzare entro il prossimo luglio. Ma la situazione potrebbe mutare e la precondizione fiscale potrebbe esser fatta valere per rinviare il completamento della libertà valutaria. È augurabile una collaborazione per evitare il rischio di tale rinvio; il quale, oltre a prolungare il protezionismo sui movimenti di capitali a breve, contribuirebbe a tenere in vita, in entrambi i Paesi, aliquote fiscali che in alcuni casi sono sicuramente inopportune.<sup>27</sup> La loro modificazione non verrebbe infatti nemmeno stimolata indirettamente dalla mobilità internazionale della base imponibile.

### 3. Problemi e politiche per l'unione monetaria

In questo paragrafo vorremmo discutere brevemente alcune delle principali difficoltà che le politiche economiche italiana e tedesca dovranno superare per continuare a perseguire con coerenza, nel prossimo futuro, l'obiettivo dell'unione monetaria.

\* \* \*

Per quanto riguarda l'Italia il problema più importante è ben conosciuto e presente a tutti: lo squilibrio della finanza pubblica. Già nella prima parte di queste note, rivedendo l'esperienza dello SME, abbiamo ricordato come sia andato crescendo lo stimolo alla disciplina finanziaria italiana; ma abbiamo anche notato che i prossimi passi verso l'integrazione monetaria europea richiedono un'accelerazione e un salto di qualità nell'aggiustamento. Rapportato al prodotto nazionale, il debito pubblico lordo italiano è prossimo al 100%, mentre è meno del 45% in Germania; nella media dei Paesi del G7 e di quelli europei tale rapporto è di poco superiore al 55%.<sup>28</sup> Il flusso annuale di disavanzo, sempre in rapporto al PIL, è superiore al 10%

<sup>27</sup> Certamente troppo alte, ad esempio, le aliquote del 30% sugli interessi dei depositi bancari in lire in Italia; probabilmente troppo basse quelle, nulle, vigenti sugli interessi dei depositi e delle obbligazioni in Germania.

<sup>28</sup> Si veda OECD (1989c), tavola 33, p. 119. Ancora maggiori le differenze fra le incidenze del debito pubblico netto (tavola 34, *ibidem*) che è pari al 95% del PIL in Italia, contro il 23% in Germania, il 32% nella media del G7 e il 42% nella media europea.

in Italia, 4-5 volte quello della media europea e dei principali Paesi industriali. A parte i confronti internazionali è una situazione che mette chiaramente in pericolo la stabilità monetaria e finanziaria e la sostenibilità di regole di cambio quali quelle imposte dallo SME.<sup>29</sup>

La graduale riduzione del disavanzo primario, che abbiamo già ricordato, è stata insufficiente a compensare l'enorme aumento degli oneri per interessi.<sup>30</sup> Tale riduzione è però cominciata proprio quando la politica monetaria e finanziaria si è fatta meno accondiscendente nei confronti del fabbisogno pubblico; e cioè dopo che il "divorzio" del 1981 è stato seguito, nel 1983, dall'abbandono del massimale sugli impieghi bancari e, nel 1984, dai primi consistenti provvedimenti di liberalizzazione valutaria.<sup>31</sup>

Ne concludiamo che l'"effetto disciplina" dello SME e della liberalizzazione ha funzionato. Ne deduciamo inoltre che esso sarebbe stato maggiore se la liberalizzazione fosse stata attuata prima e in modo più completo. Infatti, in presenza di controlli valutari asimmetrici, che sfavoriscono le uscite rispetto alle entrate di capitali, la sola fermezza del cambio forza l'aggiustamento sulle imprese e sui lavoratori,<sup>32</sup> mentre il settore pubblico rimane facilitato nell'assorbimento del risparmio. Riteniamo perciò che nel programma di politica economica il completamento della liberalizzazione sia oggi urgente ed essenziale anche ai fini del rientro del disavanzo. Ed è su questo aspetto, più attinente al tema monetario delle nostre considerazioni, che ci sembra opportuno insistere in questa sede, anziché sulla natura specifica dei provvedimenti di finanza pubblica da adottare.<sup>33</sup>

Tali provvedimenti andrebbero accompagnati<sup>34</sup> dall'anticipo, entro la fine di quest'anno, di quanto previsto per il luglio 1990 e, in particolare, dell'autorizzazione ad acquisire depositi bancari e titoli a

<sup>29</sup> Si veda la nota 15.

<sup>30</sup> Si veda il par. 1 e la Figura 4.

<sup>31</sup> Per una cronologia e una sintesi dei provvedimenti di liberalizzazione, interna ed esterna, adottati in Italia, si veda BRUNI (1989).

<sup>32</sup> Si veda quanto detto nel par. 1 (e la Figura 8) a proposito dell'andamento del costo reale relativo del lavoro per unità di prodotto in Italia.

<sup>33</sup> Va comunque sottolineato che non deve trattarsi di provvedimenti puramente congiunturali, ma anche di rilevanti modifiche strutturali ai meccanismi che determinano le spese e le entrate, dalle quali consegue un freno al disavanzo anche nei prossimi anni. Circa la dimensione complessiva dell'aggiustamento, si calcola che il rapporto fra il debito e il prodotto nazionale potrebbe stabilizzarsi se il fabbisogno, al netto degli interessi, oggi pari a circa il 3% del prodotto nazionale, si convertisse in un avanzo almeno entro il 1992; si veda, ad esempio, MONTI, PADOA-SCHIOPPA e SPAVENTA (1989).

<sup>34</sup> Si veda MONTI (1989b).

breve all'estero. Lo stato del cambio fra dollaro e marco e la forza della lira nello SME potrebbero favorire l'operazione. D'altra parte, se ciò causasse qualche deprezzamento della valuta italiana, ne guadagnerebbe la competitività, che tutti considerano oggi sacrificata, e la minor tranquillità congiunturale stimolerebbe la severità dell'azione di bilancio, soprattutto nella fase di discussione parlamentare delle proposte del Governo. Nella prossima estate sarebbe allora possibile, senza il sostegno artificiale di residui protezionismi, passare alla banda stretta nello SME. Contemporaneamente potrebbe considerarsi un (ultimo?!) riallineamento della parità, che «chiuda i conti col passato»,<sup>35</sup> correggendo almeno in parte la perdita di competitività intervenuta dalla scorsa revisione: ma solo se ciò risultasse coerente con l'effetto sul cambio di mercato dei provvedimenti adottati, e con la congiuntura del marco tedesco.

L'effetto disciplinante della liberalizzazione sembra essere meno evidente negli ultimi 12-18 mesi. L'apertura valutaria pare addirittura facilitare il finanziamento del settore pubblico, con un ingente afflusso di fondi dall'estero e un cambio forte che creano condizioni favorevoli al collocamento dei titoli di Stato. Il fatto che il combinarsi di crescente integrazione finanziaria e cambio fisso possa avere un effetto accomodante sul disavanzo pubblico è un'eventualità contemplata dallo stesso Rapporto Delors e che abbiamo già più sopra menzionato.<sup>36</sup> Va però osservato che ciò è avvenuto in una situazione internazionale per certi aspetti peculiare: un cambio dollaro-marco che favorisce la lira nello SME e una rarefazione dell'offerta di titoli di Stato in altri Paesi. Va anche ricordato che le uscite di capitali sono state moderate dalla necessità di un periodo di apprendimento, da parte degli operatori italiani, delle effettive nuove facoltà di investimento all'estero concesse. Inoltre, dopo il maggio 1987, la liberalizzazione è stata piuttosto asimmetrica, perché ha riguardato soprattutto le entrate di capitali, dato, in particolare, il provvedimento che ha consentito ai residenti di indebitarsi in valuta estera (e operare in cambi a termine) anche senza relazione con contestuali operazioni commerciali. Vi è poi il trattamento fiscale dei redditi sugli investimenti esteri che è ancora protezionistico perché, ad esempio, esclude i dividendi azionari dal credito d'imposta e assoggetta gli interessi a una ritenuta maggiore di quella vigente sulle obbligazioni nazionali.

<sup>35</sup> GIAVAZZI (1989).

<sup>36</sup> Si veda il par. 2 e la nota 16.

Sarebbe opportuno rimuovere al più presto queste forme di protezionismo fiscale. Va ricordato infine che il forte afflusso di fondi verso l'Italia e, al suo interno, verso il settore pubblico, è comunque "pagato molto caro" in termini di tassi di interesse. Ci sembra dunque che l'esperienza recente non smentisca l'idea che l'integrazione finanziaria, a parità di altre condizioni, accrescendo le opportunità di diversificazione dei portafogli nazionali, stimoli la riduzione del fabbisogno pubblico implicando maggiore disciplina di bilancio. Vero è che le "altre condizioni" hanno invece portato, da qualche tempo, a un allentamento dello sforzo di aggiustamento del bilancio pubblico.

Il gioco della disciplina finanziaria sulla politica di bilancio va tenuto presente quando si considera la politica da effettuare nei confronti della componente del disavanzo costituita dagli oneri finanziari. Va ricordato, in primo luogo, che fra l'aumento di tale componente e il contenimento del disavanzo primario (Figura 4), negli ultimi anni, vi è stata un'importante relazione di causa-effetto. In secondo luogo, anche se quasi tutto il disavanzo è oggi costituito da oneri finanziari, non è bene che l'aggiustamento avvenga forzando un abbassamento dei tassi di interesse con vincoli amministrativi, né con un'accelerazione nella creazione di moneta. Una discesa fisiologica e benefica dei tassi potrà invece essere indotta<sup>37</sup> da miglioramenti tecnici nella gestione del debito pubblico<sup>38</sup> e dalla riduzione del premio al rischio, dall'aumento di credibilità seguenti la liberalizzazione e la manovra sul disavanzo primario. Potrebbe risultare utile anche la riduzione dell'imposta sui depositi bancari, comunque necessaria per affrontare la liberalizzazione dei depositi stessi.<sup>39</sup>

Una politica che miri ad aggiustare il bilancio facendo leva sulla disciplina finanziaria ha anche dei possibili corollari istituzionali, che ben si accordano con il processo legislativo (del quale si è detto nel paragrafo precedente) necessario per la creazione di un'autorità monetaria europea. L'autonomia della banca centrale andrebbe rafforzata su vari fronti: nella fissazione del tasso di sconto, ridimensionando grandemente il conto corrente di tesoreria, rimuovendo le disposizioni legislative dalle quali deriva la facoltà di accondiscendere alle esigenze di bilancio con l'imposizione di vincoli amministrativi.<sup>40</sup>

<sup>37</sup> Si veda MONTI (1989b), punto 4, p. 2.

<sup>38</sup> Si veda MINISTERO DEL TESORO (1989).

<sup>39</sup> Si veda l'ultimo capoverso del par. 2 e la nota 30.

<sup>40</sup> MONTI (1989a).

\* \* \*

La politica economica della Repubblica Federale di Germania ha contribuito in modo essenziale in questi anni al cammino verso l'unione monetaria e il suo ruolo sarà ancor più importante nel prossimo futuro. I problemi e le difficoltà che essa dovrà affrontare riguardano soprattutto la delicata fase di transizione della politica monetaria.

Nel controllo della liquidità la Germania deve conciliare due esigenze. Da un lato deve gradualmente abbandonare la posizione di perno, di centro dello SME, con la quale lo ha sostenuto e disciplinato nella sua prima giovinezza. Il sistema, come abbiamo già detto,<sup>41</sup> deve crescere verso una maggiore simmetria fra le varie banche centrali; oltre che necessario, ciò diventa più facile con l'aumentare della convergenza delle economie e dell'omogeneità dei mercati finanziari nazionali. Sul piano tecnico, la Germania non deve più essere l'unica a controllare esogenamente la quantità di moneta, sterilizzando completamente la creazione del canale estero: deve affiancarsi alle altre banche centrali in un controllo coordinato dell'espansione del credito interno,<sup>42</sup> tralasciando di sterilizzare sistematicamente, sfumando la sua funzione così netta di n-esimo Paese.<sup>43</sup>

D'altro canto la Bundesbank deve mantenere saldo il suo esempio di disciplina monetaria. Per questo è importante che si dissipino i dubbi che erano andati nascendo nel vedere che, ripetutamente, dal 1985 al 1988, la creazione di moneta in Germania superava gli obiettivi preannunciati.<sup>44</sup> Ciò avveniva nonostante tali

<sup>41</sup> Si veda il par. 2 e la nota 19.

<sup>42</sup> La tradizionale ricetta alla McKINNON (1977).

<sup>43</sup> Si veda la regola di coordinamento proposta, ad esempio, da RUSSO e TULLIO (1988, par. 4b e pp. 332-3). GIAVAZZI e SPAVENTA (1989) avanzano l'idea che nella fase attuale converrebbe addirittura capovolgere il sistema, centrandolo sui Paesi con domanda interna più vivace, come l'Italia, che in effetti attuano già una politica di sterilizzazione, mentre la Germania dovrebbe adeguarsi, passando a un ruolo di "follower".

<sup>44</sup> Si veda, ad esempio: DEUTSCHE BUNDESBANK (1989a), p. 39: «Per tre anni consecutivi l'obiettivo monetario è stato superato... Ciò può implicare un rischio potenziale per la stabilità del marco»; OECD (1988), p. 77: «Prosegue lo sconfinamento dagli obiettivi monetari... Chiaramente vi sono limiti a quanto ciò possa continuare, senza mettere a rischio la credibilità della Bundesbank»; KAHN e JACOBSON (1989), pp. 23 e 27: «Sembra che la Bundesbank desideri togliere enfasi per lunghi periodi al suo obiettivo primario di controllare l'inflazione cosicché non è affatto certo che il suo passato successo nel controllare l'espansione monetaria continuerà in futuro». Nostre traduzioni.

obiettivi fossero espressi con un intervallo di tassi di crescita abbastanza ampio e nonostante, dopo il 1987, fosse stato allargato l'aggregato-obiettivo, passando dalla cosiddetta "moneta della banca centrale" a M3. Nel 1988, inoltre, l'espansione monetaria era di chiara origine interna,<sup>45</sup> dovuta al finanziamento del disavanzo pubblico. Quest'anno sembra avvenuta una netta correzione,<sup>46</sup> ed è augurabile che gli annunci monetari tedeschi riacquistino rapidamente piena credibilità. L'Europa ha forse bisogno di un marco meno "centrale" ma non certo meno affidabile. Non sono esigenze contraddittorie. Ma anche per aiutare a conciliarle potrebbe essere opportuno, come abbiamo appena detto, cominciare ad affiancare (e prepararsi a sostituire) gli annunci sulla quantità di moneta tedesca con indicazioni relative alla crescita programmata della sua componente interna, da concordarsi in sede comunitaria.

Se sul fronte della politica monetaria l'Europa si attende che la Germania aggiorni e confermi la sua linea di condotta di sempre, continuando ad adattarla a un sistema di crescente concertazione, la politica economica tedesca dovrà invece accentuare al più presto gli sforzi di riregolamentazione strutturale di numerosi settori e mercati dell'economia, elevandone il grado di flessibilità e di efficienza allocativa.<sup>47</sup> L'eliminazione di rigidità strutturali nel settore reale benefi-

<sup>45</sup> Si veda DEUTSCHE BUNDESBANK (1989a), pp. 42-3.

<sup>46</sup> Si veda DEUTSCHE BUNDESBANK (1989b), pp. 5-6 e OECD (1989a), pp. 43, 45 e 61.

<sup>47</sup> Un recente studio del Fondo Monetario Internazionale conclude così la sua analisi dei problemi attuali della politica economica tedesca: «Quanto alle politiche macroeconomiche, per quanto uno possa cavillare sul tasso di crescita dell'offerta di moneta o sulla scelta di tempo nella riduzione e nella riforma delle imposte, non troviamo alcun importante errore nella formulazione e nella messa in atto delle politiche, tale da spiegare gli squilibri esistenti. Molto più nette sono le nostre conclusioni sulle politiche microeconomiche. Vi è una miriade di rigidità e di disincentivi nel mercato del lavoro, in agricoltura, nel settore minerario, cantieristico, in quello del ferro e dell'acciaio, nel tessile, nell'aviazione commerciale, nelle assicurazioni, nel commercio al dettaglio, nelle telecomunicazioni, nei servizi professionali. A questi si aggiungono politiche distorsive in termini di tasse, sussidi e barriere commerciali. Il tutto gioca un ruolo significativo nel soffocare il ritmo di crescita della produzione, degli investimenti e dell'occupazione, e nel ridurre la capacità dell'economia tedesca di rispondere ai segnali del mercato»: LIPSCHITZ, KREMERS, MAYER McDONALD (1989), p. 1 (nostra traduzione). Sulle rigidità strutturali e le necessità di riregolamentazione dell'economia tedesca, si vedano anche: OECD (1988), pp. 68 e segg.; OECD (1989a), pp. 55-9 e, in particolare, la Tav. 22; OECD (1989b); BURDA e SACHS (1987), KREILE (1988), SOLTWEDEL (1988), LIPSCHITZ, KREMERS, MAYER e McDONALD (1989), MAYER (1989), KAHN e JACOBSON (1989), in particolare pp. 32-5; GIERSCH (1989).

cerebbe la politica monetaria. L'economia tedesca vedrebbe, innanzitutto, diminuire il costo del contenimento dell'inflazione in termini di disoccupazione. Tale costo è stato finora rilevante in Germania nonostante il fatto che la chiarezza degli obiettivi dell'autorità monetaria tedesca e la sua reputazione avrebbero dovuto, in teoria, contenerlo.<sup>48</sup> In secondo luogo, va sottolineato che protezionismi e rigidità dal lato dell'offerta possono essere la causa indiretta di distorsioni, di *misalignments*, del tasso di cambio. La loro rimozione favorirebbe dunque la ricerca delle parità più corrette del marco nel sistema monetario europeo: oggi migliorerebbe, ad esempio, le conseguenze di una rivalutazione della moneta tedesca.<sup>49</sup> Senza fluidità nell'allocazione dei fattori fra i vari comparti dell'economia, il riequilibrio del cambio può avere effetti depressivi sull'occupazione e conseguenze meno favorevoli sull'inflazione. Basti pensare alla necessità che, dopo una rivalutazione, le pressioni competitive abbassino prontamente i prezzi e i costi interni; e che le risorse liberatesi dai settori esportatori trovino condizioni flessibili e concorrenziali per l'impiego nel settore dei servizi e dei beni non commerciati internazionalmente: comparti dell'economia tedesca che invece, nell'ultimo decennio, hanno mostrato serie difficoltà di assorbimento ed eccessiva intensità di capitale.<sup>50</sup>

Quanto ai problemi strutturali specifici del mercato dei capitali, del settore che produce servizi finanziari, la sua modernizzazione è cruciale per l'integrazione comunitaria. L'atrofia del mercato dei titoli

<sup>48</sup> In Germania il profilo della disoccupazione ha registrato due bruschi gradini in occasione di entrambe le strette monetarie che hanno seguito gli *shock* petroliferi. Questi gradini non sono stati ridiscesi una volta completata la stabilizzazione. «Nonostante l'investimento in credibilità fatto dopo il primo shock petrolifero, la Bundesbank non ne ha beneficiato in occasione del secondo. Il costo occupazionale della stretta monetaria è rimasto alto... [In presenza di rigidità dell'offerta] non è detto che la reputazione nella lotta all'inflazione riduca il costo della disinflazione in termini di disoccupazione»: KAHN e JACOBSON (1989), pp. 32 e 35, nostra traduzione.

<sup>49</sup> Si veda, in particolare, l'analisi di MAYER (1989), che conclude: «Rigidità sul mercato del lavoro, regolamentazioni e politiche protezionistiche si combinano creando un ambiente dove l'apprezzamento del cambio minaccia seriamente lo sviluppo economico e l'occupazione. Senza tali distorsioni e con appropriate politiche macroeconomiche, l'economia reagirebbe positivamente a una rivalutazione del cambio, con un aumento dell'occupazione, della produzione, del reddito reale e dell'assorbimento, e una riduzione dei prezzi e dell'avanzo con l'estero», p. 463 (nostra traduzione). In effetti la rivalutazione ha conseguenze necessariamente depressive solo in un'analisi di equilibrio parziale, che si limiti a considerare la contrazione della domanda estera netta. In una prospettiva di equilibrio generale gli aggiustamenti dal lato dell'offerta possono invece indurre un risultato complessivamente espansivo: si veda, ad esempio, GUITIAN (1976).

<sup>50</sup> Si veda, in particolare, BURDA e SACHS (1987).

tedesco, ad esempio, è incompatibile con l'equilibrato sviluppo dei flussi finanziari europei. È importante che la prospettiva della "Finanzplatz Deutschland" abbia presto completo successo.

\* \* \*

La regolamentazione finanziaria è però un fronte dove l'Europa nel suo insieme deve ben definire il modello migliore. È un fronte sul quale, nei prossimi anni, Italia e Germania devono collaborare strettamente. La sua connessione con l'unione economica e monetaria è evidente: quest'ultima richiede infatti il supporto di mercati di capitali ben integrati per i quali occorre un assetto efficiente della concorrenza fra le istituzioni finanziarie dei vari Paesi e dei loro controlli prudenziali.

Non possiamo qui sviluppare questo tema della regolamentazione finanziaria strutturale, il cui ridisegno europeo, dobbiamo tutti confessare, «si compie senza un patrimonio consolidato di idee e schemi di analisi dai quali attingere».<sup>51</sup> Le soluzioni che prevarranno dipenderanno in parte dalle decisioni di armonizzazione prese in sede comunitaria, in parte dalla concorrenza fra le normative nazionali che seguirà l'adozione del mutuo riconoscimento. In entrambi i casi la concertazione fra Germania e Italia potrà svolgere un ruolo importante. Nell'ambito della Comunità i due Paesi hanno oggi situazioni ed esperienze regolamentari che presentano affinità e differenze molto interessanti.

Basti pensare alla questione del rapporto fra banche e imprese non finanziarie. Dalla Germania viene il modello della banca universale, con la sua grande influenza sulla gestione delle imprese. Dall'Italia una tradizione di "separatezza" di tipo anglo-americano. Ma in entrambi i Paesi sono in corso ripensamenti e discussioni. Nel caso tedesco si tratta soprattutto di limitare l'abuso di potere delle banche e stimolarne la gestione con la concorrenza di canali finanziari alternativi.<sup>52</sup> In Italia si deve affrontare una carenza di imprenditorialità bancaria privata, che porta a considerare il problema opposto: il controllo delle imprese sulle banche.<sup>53</sup> In entrambi i casi si è alla

<sup>51</sup> PADOA-SCHIOPPA (1988), p. 53\*.

<sup>52</sup> Si veda, ad esempio, STEINHERR e HUVENEERS (1989).

<sup>53</sup> Si veda MONTI e PORTA (1989).

ricerca di una soluzione che, oltre a essere valida dal punto di vista prudenziale, unisca i vantaggi della "contestabilità", dell'efficienza allocativa dei mercati, anonimi e in continuo movimento, ai benefici di assetti gestionali stabili, orientati a obiettivi di lungo termine, resistenti a effimeri disordini speculativi.<sup>54</sup> È una ricerca che non ha più senso condurre a livello nazionale, ma che deve essere tutta orientata a disegnare le regole del gioco per il futuro mercato unico europeo dei capitali.

Milano

FRANCO BRUNI e MARIO MONTI

<sup>54</sup> Una preziosa e sintetica discussione comparatistica dei sistemi alternativi di "corporate governance" è in CHARKHAM (1989).

## BIBLIOGRAFIA

- BALTENSPERGER E., DERMINE J. (1987), "Banking Deregulation in Europe", *Economic Policy*, 4, April.
- BINI SMAGHI L. (1989), "Fiscal Prerequisites for Further Monetary Convergence in the EMS", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, no. 169, June.
- BINI SMAGHI L., MICOSSI S. (1990), "La gestione del cambio nello SME con completa mobilità dei capitali", in questa *Rivista*, in questo numero, marzo.
- BRUNI F. (1989), "Banking and Financial Reregulation Towards 1992: The Italian Case", Conference on: European Banking after 1992, INSEAD and Salomon Brothers Center, New York, February and April.
- BRUNI F., GIAVAZZI F. (1987), "Debito pubblico, debito estero e protezionismo valutario", in: F. Bruni (a cura di), *Debito pubblico e politica economica in Italia*, Collana Giorgio Rota, SIPI, Roma.
- BRUNI F., MONTI M. (1986), "Protezionismo valutario e integrazione internazionale", in: T. Padoa-Schioppa (a cura di), *Il sistema dei cambi, oggi*, Il Mulino, Bologna.
- BRUNI F., ROVELLI R. (1989), "Riserva obbligatoria, politica monetaria e integrazione europea del sistema bancario italiano", *Quaderni di Osservatorio Economico*, n. 2, Cassa di Risparmio di Torino.
- BURDA M.C., SACHS J.D. (1987), "Institutional Aspects of High Unemployment in the Federal Republic of Germany", *Working Paper* no. 2241, National Bureau of Economic Research, Cambridge, May.
- CHARKHAM J. (1989), "Corporate Governance and the Market for Control of Companies", *Panel Paper* no. 25, Bank of England, March.
- CIAMPI C.A. (1989), "An Operational Framework for an Integrated Monetary Policy in Europe", in: *Collection of Papers submitted to the Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, Office for Publications of the European Communities, Luxembourg, pp. 225-32.
- COMITÉE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
- DELORS J. (1989), "Regional Implications for Economic and Monetary Integration", in: *Collected Papers submitted to the Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, Office for Publications of the European Communities, Luxembourg, pp. 81-9.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1989a), *Report for the Year 1988*.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1989b), *Monthly Report*, vol. 41, no. 8, August.
- ECONOMIST (THE) (1989a), "What the gold standard did", April 22, p. 65.
- ECONOMIST (THE) (1989b), "Regional Mismatch", July 29, p. 59.
- FRATIANNI M., VON HAGEN J. (1989), "The European Monetary System Ten Years After", *dat. in corso di pubblicazione in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 32, Spring 1990.
- GIAVAZZI F. (1989), "Manovra in Banda Stretta", *Il Sole-24 Ore*, 26 Settembre.

- GIAVAZZI F., GIOVANNINI A. (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility: the European Monetary System*, MIT Press.
- GIAVAZZI F., PAGANO M. (1988a), "The Advantage of Tying One's Hands: EMS Discipline and Central Bank Credibility", *European Economic Review*, 32, pp. 1055-82.
- GIAVAZZI F., PAGANO M. (1988b), "Capital Controls and the European Monetary System, in: Fair e de Boissieu (eds.), *International Monetary and Financial Integration: the European Dimension*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht.
- GIAVAZZI F., SPAVENTA L. (1989), "The New EMS", Conference on: The European Monetary System in the 1990's, Bank of Greece and CEPS, Athens, August 31 - September 2.
- GIERSCH H. (1989), "Europe's Prospects for the 1990s", *Economic Papers*, no. 76, EEC, May.
- GOODHART C. (1989), "Bank Reserve Requirements and Monetary Control", *Quaderni di Osservatorio Economico*, n. 2, Cassa di Risparmio di Torino.
- GUITIAN M. (1976), "The Effects of Changes in the Exchange Rate on Output, Prices and the Balance of Payments", *Journal of International Economics*, vol. 6, pp. 65-74.
- HORRIGAN B.R. (1988), "Are Reserve Requirements Relevant for Economic Stabilization?", *Journal of Monetary Economics*, 23, January, pp. 97-105.
- JOHNSON H. (1973), "The Exchange-Rate Question for a United Europe", in: M.B. Krauss (ed.), *The Economics of Integration*, London, George Allen & Unwin.
- KAHN G.A., JACOBSON K. (1989), "Lessons from German Monetary Policy", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, April, pp. 18-35.
- KLOTEN N. (1989), "Der 'Delors-Bericht'", *Europa Archiv*, 44:9, pp. 251-60.
- KNEESHAW J.T., VAN DEN BERGH P. (1989), "Changes in Central Bank Money Market Operating Procedures in the 1980s", *BIS Economic Papers*, no. 23, Basle, January.
- KREILE M. (1988), "West Germany in the International Political Economy: Model, Villain or Scapegoat?", *mimeo*, November.
- LIPSCHITZ L., KREMERS J., MAYER T., McDONALD D. (1989), "The Federal Republic of Germany: Adjustment in a Surplus Country", *Occasional Paper*, no. 64, International Monetary Fund, Washington, January.
- MAYER T. (1989), "Economic Structure, the Exchange Rate, and Adjustment in the Federal Republic of Germany. A General Equilibrium Approach", *IMF Staff Papers*, vol. 36, no. 2, June, pp. 435-63.
- McKINNON R., 1977, "Beyond Fixed Parities: the Analytics of International Monetary Arrangements", in: R. Aliber (ed.), *The Political Economy of Monetary Reform*, Macmillan, London.
- MELITZ J., 1988, "Monetary Discipline and Cooperation in the European Monetary System: A Synthesis", in F. Giavazzi, S. Micossi e M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, CEPR, Cambridge University Press.
- MINISTERO DEL TESORO, 1989, *Rapporto del Comitato Scientifico Consultivo sul Debito Pubblico. Per una politica del debito pubblico in Italia*. Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma, luglio.

- MONTI M. (1986), "Integration and Financial Markets in Europe", in: H. Giersch (ed.), *Free Trade in the World Economy - Towards an Opening of the Markets*, J.M.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- MONTI M. (1989a), "E il Governatore poi dissè al Ministro..", *Corriere della Sera*, 2 giugno.
- MONTI M. (1989b), "Cinque punti per l'Italia", *Corriere della Sera*, 26 settembre.
- MONTI M., PADOA-SCHIOPPA, T., SPAVENTA L. (1989), Disavanzo e Debito Pubblico, in: AA.VV., *Il Mercato Unico Europeo e l'Italia - Materiali per la preparazione al 1992*, datt., Roma, giugno.
- MONTI M., PORTA A. (1989), "Finance, Industry and Public Sector: The Issue of Separation in Italy", Conference on: The Separation of Industry and Finance and the Specialization of Financial Intermediaries, Centre for Monetary and Financial Economics, Università Commerciale L. Bocconi, Milano, March 10.
- OECD (1988), "Germany", *OECD Economic Surveys*, Paris, July.
- OECD (1989a), "Germany", *OECD Economic Surveys*, Paris, July.
- OECD (1989b), *Economies in Transition. Structural Adjustment in OECD Countries*, Paris.
- OECD (1989c), *Economic Outlook*, no. 45, June.
- PADOA-SCHIOPPA T. (1982), "I mercati europei dei capitali fra liberalizzazione e restrizioni", *Bancaria*, giugno.
- PADOA-SCHIOPPA, T. (1988), "Sistema finanziario e regolamentazione", *Bollettino Economico*, n. 11, Banca d'Italia, ottobre.
- POEHL K.O. (1988), "Prima della Banca facciamo l'Europa", *Il Sole-24 Ore*, 6 maggio.
- POEHL K.O. (1989), "The Future Development of the European Monetary System", in: *Collection of Papers submitted to the Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, pp. 129-55.
- RUSSO M., TULLIO G. (1988), "Monetary Policy Coordination within the European Monetary System: Is There a Rule?", in: F. Giavazzi, S. Micossi and M. Müller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- SOLTWEDEL R. (1988), "Employment Problems in West Germany - The Role of Institutions, Labor Law, and Government Intervention", in: *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 28, Spring, pp. 153-219.
- STEINHERR A., HUVENEERS C. (1989), "Universal Banking: A View Inspired by German Experience", Conference on: The Separation of Industry and Finance and the Specialization of Financial Intermediaries, Centre for Monetary and Financial Economics, Università Commerciale L. Bocconi, Milano, March 10.
- THYGESEN N. (1989a), "A European Central Banking System - Some analytical and operational considerations", in: *Collection of Papers submitted to the Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, pp. 157-75.
- THYGESEN N. (1989b), "Institutional Developments in the Evolution from EMS towards EMU", Conference on: The European Monetary System in the 1990s, Bank of Greece and CEPS, Athens, August 31-September 2.
- VAUBEL R. (1989), "Überholte Gläubenssätze", *Wirtschaftsdienst* 1989/vi, pp. 276-79.