

# La Banca Centrale Europea: istituzione concettualmente “evoluta” o all’inizio della sua “evoluzione”? \*

## 1. Introduzione

Qualsiasi futuro attenda la Banca Centrale Europea (BCE), non potrà essere da alcuno ignorato che la sua consacrazione è avvenuta a Maastricht. Si tratta del punto di arrivo di un lungo processo di discussione tecnica, economica, diplomatica e politica, innescato in maniera sistematica e decisiva dal Rapporto Delors, ma che va indietro sino al Rapporto Werner del 1971 e alle idee di Jean Monnet. Sarebbe di grande interesse intellettuale ripercorrere le diverse tappe di questa evoluzione, compresa l’esperienza dello SME che in tredici anni di funzionamento ha fatto ricredere molti sulla capacità di tenuta di un sistema di cambi fissi, ma aggiustabili; tuttavia, la sfida odierna è quella di guardare avanti, di realizzare l’Europa nelle sue nuove dimensioni, di carpire al futuro ciò che tiene in serbo. D’altra parte, è di buon auspicio il rapido cammino che ci ha permesso di arrivare da Hanover, dove venne dato il mandato al Gruppo Delors, sino a Maastricht, luogo nel quale le regole circa la creazione e il funzionamento della nuova istituzione sono state definitivamente concordate dai Governi per la successiva trasmissione ai Parlamenti.

---

\* L’Autore ringrazia Alberto Giovannini, Pascal Lorot e Andrea Ripa di Meana per aver letto e commentato una precedente stesura di questo lavoro, che ha formato oggetto di una relazione nell’ambito della giornata di studi sulla Banca Centrale Europea, Università di Pisa, 3 aprile 1992; ovviamente resta l’unico responsabile delle opinioni espresse, delle interpretazioni date, degli errori eventuali.

La storia delle banche centrali è segnata più da una pragmatica evoluzione in risposta o in anticipazione di azioni o comportamenti dei mercati che da atti legislativi; questi ultimi, tuttavia, costituiscono non solo la base giuridica della loro azione, ma di tanto in tanto anche i punti di svolta del loro cammino. Nonostante che la prassi sia una determinante fondamentale nel controllo monetario, è nondimeno necessario indagare sul tipo di istituzione che i padri fondatori hanno desiderato configurare e sul grado di linearità, solidità e completezza della costruzione, caratteristiche che sole possono fare sperare in un buon avvio e in un felice sviluppo della sua azione. La ricerca dei summenzionati caratteri, a mio avviso, può essere fatta rintracciando il modello istituzionale e l'influenza culturale che hanno ispirato la costituzione dell'Unione Monetaria negli articoli del Trattato, dei Protocolli che contengono lo Statuto della BCE e del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e la carta costituzionale dell'Istituto Monetario Europeo (IME), nonché di quelli che hanno riguardo ai criteri di convergenza e alla procedura relativa ai disavanzi eccessivi.

Non è necessario aver partecipato ai lavori preparatori, ai quali comunque chi scrive si trovò associato sino alla fine del 1990, ma è sufficiente un'attenta lettura dei testi per accorgersi che il modello istituzionale è quello della Bundesbank e che l'influenza culturale dominante è quella monetarista, sia pure in una versione accettabile dalla grande parte della professione economica. I meriti e i limiti del modello posti in luce dall'esperienza tedesca, soprattutto recente, e i vantaggi e gli inconvenienti che nel tempo possono derivare dalla scelta di una precisa impostazione teorica, anche se non particolarmente restrittiva, dovrebbero permettere di giudicare se la struttura dell'Unione Monetaria ha quei caratteri di linearità, solidità e completezza che possono farla ritenere stabile, oppure se essa dovrà evolversi anche attraverso atti legislativi di portata internazionale. Più difficile sarà dire in quale direzione l'evoluzione avrà luogo, poiché è francamente prematuro avanzare ipotesi sulla relativa forza di molteplici interessi economici, gruppi politici e modelli culturali.

L'analisi farà riferimento alla struttura decisionale della futura banca centrale (sezione 2), all'indipendenza della medesima (sezione 3), all'obiettivo da raggiungere nel decidere e attuare la politica monetaria (sezione 4), all'esercizio di alcune funzioni, in particolare quelle bancarie, ancillari rispetto alla precedente e presenti anche in banche centrali indipendenti (sezione 5). Alcune conclusioni, niente affatto definitive, riprenderanno i temi del modello istituzionale e

dell'influenza culturale (sezione 6). Infine, in una postilla (sezione 7) si esprimeranno alcune considerazioni sulla convergenza necessaria perché l'Italia raggiunga, insieme agli altri Paesi della Comunità, l'agognata Terza Fase in cui le anime monetarie o valute raggiungeranno il Nirvana della moneta unica e in essa si annienteranno.

## 2. Gli organi decisionali

In ogni istituzione la struttura decisionale è in gran parte responsabile per l'esecuzione del suo mandato e per l'efficacia della sua azione; la Banca Centrale Europea non potrà far eccezione a questa semplice regola, sicché è bene iniziare con qualche commento sui meccanismi decisionali che sono stati previsti. Secondo l'Art. 9 dello Statuto, due organi presiederanno ai destini della BCE: il Consiglio dei Governatori e il Direttorio. Quest'ultimo si compone del Presidente, del Vice-Presidente e di altri quattro membri, tutti nominati di comune accordo dai Governi degli Stati membri a livello dei Capi di stato o di governo, su raccomandazione del Consiglio (dei Ministri) e dopo consultazione del Parlamento Europeo e del Consiglio dei Governatori, tra le persone la cui autorità ed esperienza professionale nei campi monetario e bancario sono chiaramente riconosciute. Il loro mandato ha una durata di otto anni e non è rinnovabile. Ciascun membro del Direttorio presente alla seduta ha diritto a un voto. Il Direttorio è responsabile della gestione corrente della BCE (Art. 11 dello Statuto).

Dal canto suo, il Consiglio dei Governatori si compone dei membri del Direttorio e dei Governatori delle banche centrali nazionali. Salvo casi particolari esplicitamente precisati, ciascun membro dispone di un voto. Di norma, le decisioni sono prese a maggioranza semplice e in caso di parità prevale il voto del Presidente (Art. 10 dello Statuto).

A prima vista, vi è un gran numero di punti di contatto tra la BCE e la Bundesbank, allorché si confrontano le strutture decisionali. In entrambi i casi, il Consiglio della banca centrale definisce la politica monetaria, la cui esecuzione è demandata al Direttorio; quest'ultimo può annoverare sino a dieci membri nella Bundesbank. I Consigli delle due istituzioni comprendono i membri del proprio

Direttorio e, rispettivamente, i Presidenti delle banche centrali nazionali o dei "Länder".

Può dirsi che la BCE è una replica della Bundesbank? Certamente si può dare credito a una tale tesi, anche se alcune differenze sembrano emergere dall'analisi degli strumenti a disposizione delle due istituzioni (Fratianni - von Hagen - Waller, 1992). Nei limiti in cui si tratta di una replica, è auspicabile che i tratti positivi dell'esperienza tedesca abbiano a trasmigrare nella BCE, ma è anche inevitabile che quest'ultima incorra nello stesso tipo di problemi che la Bundesbank ha vissuto. Soprattutto, gli inconvenienti che quest'ultima ha incontrato e sta ancora cercando di superare nei rapporti tra Direttorio, più sensibile alle istanze e alle responsabilità internazionali, e Consiglio, maggiormente incline ad ascoltare i dettami che vengono dal profondo del paese, rischiano di riprodursi, forse mutati nella dimensione, tra Direttorio e Consiglio dei Governatori nella BCE. Inoltre, l'aumento del numero dei "Länder" in seguito all'unificazione tedesca ha acuito il problema, che già si era posto, del rapporto tra il numero dei membri del Direttorio e quello del Consiglio in seno alla Bundesbank. Il tentativo di modificare la regola che dà a ciascuno stato federato il diritto di inviare nel Consiglio il Presidente della propria "banca centrale" si è arenato nel Parlamento federale; l'obiettivo del Presidente Pöhl prima di rassegnare le dimissioni dalla carica era quello di veder ridotto il numero dei banchieri rappresentanti i "Länder" a sette-otto. Il negoziato in corso è per ridurli a nove e dare finalmente una rappresentanza nel Consiglio ai cinque nuovi "stati" che sono sorti con la scomparsa della Repubblica Democratica Tedesca.

La soluzione che sarà scelta in Germania dovrà essere attentamente studiata poiché potrà rappresentare, in virtù della somiglianza tra le strutture decisionali delle due banche centrali, un precedente per la BCE. Di qui a qualche anno, molto verosimilmente prima del passaggio alla Terza Fase e della costituzione della BCE, un certo numero di paesi sarà ammesso nella Comunità europea. Ovviamente, si hanno in mente l'Austria, la Svezia, la Finlandia, Malta, Cipro, la Turchia, forse la Norvegia e la stessa Svizzera. Non bisogna dimenticare che hanno già dichiarato pubblicamente la propria intenzione di aderire alla Comunità paesi come l'Ungheria, la Polonia, la Cecoslovacchia. Anche nel Consiglio della BCE, quindi, probabilmente sin dall'inizio del suo funzionamento, si porranno problemi di equilibrio tra membri del Direttorio e membri del Consiglio, aggravati dal

principio del voto unico e uguale per tutti in seno a quest'ultimo. L'aritmetica potrebbe giocare sempre più a favore dei Governatori delle banche centrali, tra i quali sarebbero numerosi i rappresentanti di quelle con sede in paesi piccoli.

Il principio democratico di "un uomo (o donna), un voto" è stato preferito a quello del voto ponderato per evitare che ciascun Governatore si comportasse e fosse percepito come rappresentante del proprio paese. Tuttavia, il meccanismo ha in sé i germi di un male che può condurre a una crisi. Bisognerà far ricorso a un sistema di "constituencies" in cui le piccole banche centrali si riuniranno ed esprimeranno attraverso il comune rappresentante un unico voto? Se ciò non sarà politicamente accettabile, occorrerà dare più potere al Direttorio, ad esempio raddoppiando il numero dei voti a disposizione di ciascun membro? In tal modo, però, si reintroduce un voto ponderato seguendo una strada opposta a quella prevista dallo Statuto per le questioni patrimoniali e di attribuzione degli utili. Il problema ha una dimensione politica notevole, ma ha soprattutto una rilevanza fondamentale per la condotta della politica monetaria; non appena riprenderà l'ampliamento della Comunità, esso si porrà con forza e il modo in cui sarà risolto influirà sull'interpretazione del mandato e, soprattutto, sulla sua esecuzione.

### 3. L'indipendenza della Banca Centrale Europea

È tempo di affrontare il tema fondamentale del futuro ordinamento monetario dell'Unione: l'indipendenza della BCE, che ne costituisce certamente la principale caratteristica. Secondo l'Art. 107 del Trattato e l'Art. 7 dello Statuto, né la BCE, né una banca centrale nazionale, né un qualsiasi organo decisionale o un componente di quest'ultimo può accettare o sollecitare istruzioni da organi o istituzioni, comunitari o nazionali. Inoltre, l'Art. 108 del Trattato e l'Art. 14.1 dello Statuto prevedono che ogni stato membro renda compatibile la legislazione nazionale, compreso lo statuto della banca centrale, con le disposizioni del Trattato e dello Statuto del SEBC. Con l'Art. 14.2 si è anche stabilito che il mandato di un Governatore di banca centrale non può essere inferiore a cinque anni e che il suo titolare non può essere rimosso se non per colpa grave o quando non

soddisfa più le condizioni necessarie per l'esercizio delle proprie funzioni. Infine, per rendere l'indipendenza effettiva evitando il conflitto di interesse, l'Art. 104.1 del Trattato e l'Art. 21 dello Statuto precisano che alla BCE come pure alle banche centrali nazionali è interdetto di accordare ogni tipo di credito alle istituzioni o organi della Comunità, alle amministrazioni centrali e periferiche, alle altre autorità, organismi o imprese pubbliche degli stati membri, come pure di acquistare sul mercato primario titoli rappresentativi di debito dei medesimi.

Sin qui i testi concordati a Maastricht. Non si può fare a meno di chiedersi: perché si ritiene necessaria l'indipendenza e soprattutto quale fine si vuole con la stessa perseguire? L'indipendenza dal potere politico è un'antica richiesta delle banche centrali, forse troppo insistita da parte degli addetti ai lavori, che non manca di spiegazioni. Si può presumere che i banchieri centrali siano unanimemente a favore della medesima, anche quando il regime nazionale di dipendenza dal Tesoro rende piuttosto sfumate le loro dichiarazioni al riguardo; infatti, o conoscono per esperienza diretta i vincoli politici cui sono soggetti nella loro azione diurna o – come qualche osservatore più malizioso potrebbe dire – desiderano affermare il proprio prestigio e portare a compimento un processo che li ha resi potenti negli ultimi due secoli, soprattutto dopo che l'oro ha cessato di esercitare un'influenza diretta sulla circolazione monetaria. Ed è fatale nell'evoluzione delle istituzioni che l'"indipendenza" diventi una richiesta che corona e consolida la posizione attraverso il riconoscimento di uno *status* che attua la separazione dall'antico "protettore", in questo caso il Tesoro dello Stato.

Non mancano, invero, le impostazioni teoriche che spingono a separare la moneta dallo Stato, il che ad esempio è stato vigorosamente sostenuto da von Hayek (1976), o almeno la moneta dalle influenze politiche, come hanno scritto Barro e Gordon (1983). Questi ultimi autori partono dall'assunto che la popolazione aborrisce l'inflazione e la disoccupazione, mentre il Governo è in grado di variare nel breve termine, attraverso mutamenti inattesi della politica monetaria, il livello di disoccupazione, approfittando della struttura non perfettamente flessibile di prezzi e salari. Ovviamente, lo scotto da pagare sarà una più alta inflazione. Anche perché sotto il continuo ricatto delle elezioni, i governi, espressione della classe dominante che desidera conservare il potere, hanno un orizzonte temporale necessariamente ridotto; tuttavia, quand'anche quest'ultimo fosse in-

finito, il calcolo economico li potrebbe portare a scegliere l'inflazione. Il pubblico, però, ammaestrato dall'esperienza, finirà col non reagire positivamente alle iniezioni monetarie, sicché la produzione non aumenterà e resterà soltanto l'inflazione. Per rompere il circolo vizioso, il Governo potrebbe promettere il perseguimento di una politica di stabilità, ma non sarebbe completamente creduto, poiché avrebbe sempre interesse a rinnegare il proprio impegno. L'unica soluzione, perciò, è quella di abbandonare la leva monetaria alle cure di un'agenzia "indipendente" obbligata dalla legge a conseguire l'obiettivo della stabilità.

A conclusioni non dissimili si giunge seguendo una linea di ragionamento giuridico-economica – in Italia, Monti (Ministero del Tesoro, 1982) ne è stato strenuo assertore con riferimento ai controlli diretti sul credito e sulle valute – che può essere riassunta nei seguenti termini: l'inflazione è una forma di tassazione non solo particolarmente odiosa, cieca nella sua capacità di redistribuzione e inefficace in quella di stimolare una duratura ripresa di attività, ma anche sottratta all'autorità del Parlamento che nelle costituzioni di questo millennio ha mantenuto la potestà tributaria. Se la politica monetaria è nelle mani del Governo, questi avrà tendenza a usare l'inflazione come metodo di tassazione, aggirando il potere legislativo. Una visione meno scolastica della separazione dei poteri e del modo di esercizio dei medesimi conduce a risultati non diversi: il Parlamento, anch'esso soggetto al vincolo della rielezione, tollera quando non auspica l'uso della leva monetaria, poiché essa permette di evitare l'imposizione di tributi per finanziare spese. L'inflazione, ovviamente, si materializzerà domani, lasciando all'oggi il temporaneo beneficio di un più elevato livello di attività e di occupazione. Perciò, essendo stato scritto lo Statuto del SEBC e della BCE dai Governatori delle banche centrali comunitarie, è presumibile che vi abbiano trasfuso le proprie esperienze e convinzioni, sicché il legame tra indipendenza della banca centrale e obiettivo della stabilità sembra avere una buona base sia teorica sia pratica.

Si può, quindi, affermare che con il Trattato di Maastricht è stata posta la parola fine all'inflazione e all'interferenza politica nella gestione monetaria? Se fosse vero, sarebbe molto bello! La realtà economica, purtroppo, non è radicalmente modificabile con un testo di legge, sia pure nobilitato dall'ingegno di coloro che l'hanno redatto e reso augusto dalla ratifica dei Parlamenti nazionali ed europeo. In verità, vi sono coloro che fanno una distinzione fondamentale tra in-

dipendenza della banca centrale e credibilità della sua politica monetaria; nella variegata situazione dei rapporti tra banca centrale e Tesoro sia nei paesi comunitari sia negli altri occidentali è possibile trovare autorità soggette alle direttive del Tesoro con un buon "record" nella lotta all'inflazione e altre, relativamente indipendenti, che hanno ottenuto risultati inferiori. Tuttavia, sembra esservi una qualche evidenza empirica che suffraga l'assunto che lega il buon risultato nella lotta all'inflazione all'indipendenza (tra gli altri, Grilli - Masciandaro - Tabellini, 1991).

La correlazione potrebbe essere di tipo spurio, sia perché gli indicatori per misurare l'indipendenza sono poco rivelatori sia perché si trascura di analizzare l'incidenza delle altre variabili (atteggiamento della politica fiscale, frequenza e natura degli shock, ecc.); il che ripropone la tesi di coloro che vedono nella credibilità il fondamento primo dell'efficacia di una banca centrale nella sua condotta antinflazionistica. La credibilità è funzione del comportamento, che comprende, ma non si esaurisce nelle dichiarazioni; in altri termini, è frutto della consequenzialità tra previsione, annuncio, lettura degli indicatori e manovra della variabile strumentale. Ovviamente, si astrae qui dall'impostazione di Barro e Gordon, secondo la quale una regola di politica economica può essere resa credibile dalla reputazione del "policy maker" soltanto se la sua violazione determina un costo, dovuto alla perdita di credibilità, maggiore del guadagno atteso dalla violazione della regola.

Questo tentativo di ridurre tutto il comportamento a calcolo economico fa perdere di vista il fondamento etico-politico del bisogno di reputazione e risulta, pertanto, artificioso. Ad esempio, l'affermare che la maggior parte degli uomini non ruba per timore della prigione è riduttivo, incapace di rendere la complessità delle motivazioni che presiedono all'agire; laddove il precetto di "non rubare" non è parte della coscienza collettiva, come è il caso dell'evasione fiscale in Italia, il timore delle manette o della prigione non è un deterrente sociale (Roncaglia - Sylos Labini, 1990). Un comportamento coerente, quindi, in un sufficiente arco temporale forma la base di una reputazione e questa a sua volta rende l'azione della banca centrale credibile e prevedibile, stabilizzando in tal modo le aspettative sul mercato.

Se questa impostazione viene accettata - nella sua essenza è difficile rifiutarla - si pone un primo problema per il SEBC e per la BCE agli inizi della Terza Fase: come può un'istituzione nuova guada-

gnarsi una reputazione d'incanto o almeno rapidamente? Sembrano esservi due modi soltanto, sui quali è bene indulgiare brevemente.

Il primo è quello di far sì che la BCE sia percepita come il "rampollo" della più credibile delle banche centrali nazionali che formeranno il SEBC e non come il "figlio" di tutte le istituzioni partecipanti al medesimo; è questa la ragione che ha spinto la Bundesbank di recente a chiedere di impiantare la sede della BCE a Francoforte, ma è difficile che una tale decisione strategica possa essere presa soltanto sulla base di siffatte considerazioni. Comunque, la scelta della sede della BCE dovrà avvenire entro la fine del 1992 (Art. 37 dello Statuto). Se fosse stato politicamente accettabile, un messaggio di continuità nella reputazione e nella credibilità sarebbe potuto venire dalla scelta del marco tedesco come unità monetaria dell'Unione Economica e Monetaria (UEM). Invero, la massimizzazione di un tale effetto di continuità si sarebbe avuta con l'estensione della giurisdizione della banca centrale che ha avuto il maggior successo nella lotta all'inflazione. Ciò è stato possibile nel processo di unificazione monetaria e politica della Germania, ma sarebbe stato assolutamente improponibile nel contesto dell'Unione Europea.

L'altro metodo è quello di utilizzare il periodo di transizione, vale a dire la Seconda Fase, per acquisire un minimo di reputazione che possa tramutarsi in credibilità nella Terza Fase per il SEBC e per la BCE. Infatti, l'IME o Istituto Monetario Europeo ha come compito quello di contribuire a realizzare le condizioni necessarie per il passaggio alla Terza Fase dell'Unione Economica e Monetaria, in particolare, rafforzando la coordinazione delle politiche monetarie al fine di assicurare la stabilità dei prezzi, ecc. (Art. 2 dello Statuto dell'IME). Si tratta, però, di un organo senza apprezzabili poteri, solo di poco diverso dai suoi immediati predecessori, il Comitato dei Governatori e il FECOM. Soltanto il desiderio di preparare adeguatamente il funzionamento della politica monetaria comune potrebbe spingere le banche centrali che compongono l'IME a dare un contenuto di coordinamento molto più spinto all'azione del medesimo. Non si dimentichi che ciò è basato soltanto sulla concorde volontà dei partecipanti, poiché nella Seconda Fase sono esclusi trasferimenti di sovranità monetaria.

Una grande possibilità per rendere il coordinamento effettivo sarebbe quella di impegnarsi a non riallineare le parità nello SME durante la Seconda Fase; le politiche monetarie non potrebbero divergere poiché non vi sarebbe più la possibilità di aggiustare il

cambio, mentre è altamente probabile che la banca centrale con il miglior "record" antinflazionistico finisca col trascinare le altre sul proprio sentiero di espansione monetaria. È questa la ragione per la quale non si è favorevoli a un "ultimo riallineamento", fissando un tasso di conversione nel passaggio alla moneta unica diverso dal tasso centrale a quel momento vigente (Giovannini, 1991). Oltre a gravare la nascita dell'unificazione monetaria con una sorta di "peccato originale", toglierebbe un forte, forse unico incentivo al coordinamento delle politiche monetarie nella Seconda Fase. Non comporterebbe tutto ciò un'anticipazione della Terza Fase che richiede come condizione necessaria e sufficiente la fissazione irrevocabile dei tassi di cambio, non l'introduzione della moneta unica che è il coronamento dell'unione monetaria? Certamente sì; ed è un'altra ragione (Sarcinelli, 1990) che milita a favore di una Seconda Fase corta, più breve di quella oggi prevista dal Trattato all'Art. 109J. Nel caso in cui il coordinamento delle politiche monetarie nazionali non risultasse più incisivo di quanto sia stato nel recente passato e di qui alla fine del 1994 si dovessero registrare uno o più riallineamenti, assenti dalla scena europea dal 1987, l'unica alternativa sarebbe quella di una politica monetaria particolarmente rigida nel primo periodo di operatività della BCE proprio al fine di costruire quella reputazione che possa costituire un capitale di credibilità nei decenni successivi. Se ciò sarà ben chiaro ai protagonisti della politica monetaria europea, la Seconda Fase potrebbe essere, anche nella sua brevità, di grande ausilio nel preparare un ambiente adatto per un passaggio dolce a quella finale.

Al di là delle sue relazioni con la credibilità e con la reputazione, l'indipendenza della banca centrale europea assume rilevanza come valore sociale, oltre che nel processo di formazione dei medesimi. L'indipendenza di cui godono alcune banche centrali nel contesto comunitario e in quello internazionale, invece di essere la magnanima rinuncia di classi politiche illuminate, potrebbe essere – e in qualche caso è – l'espressione del modo di sentire dell'elettorato particolarmente avverso all'instabilità del metro monetario. In tal caso, la diversa preferenza per questo valore, invece di creare un fronte unito tra gli elettori della Comunità, contribuirebbe a mantenere e forse ad aggravare divisioni che sono oggi presenti, ma sono avvertite come meno conflittuali poiché le istituzioni e le politiche di ciascun paese le esprimono e le modulano.

È stato giustamente detto (Goodhart, 1991) che il concedere indipendenza al SEBC non porterà la moneta fuori dalla politica, ma piuttosto contribuirà a politicizzare l'istituzione e ogni sua azione. Già in altra occasione si ebbe ad affermare (Sarcinelli, 1991) che storicamente non si è mai riusciti a separare la moneta dalla politica; v'è ben poca speranza di successo in futuro. La stessa Bundesbank è ritenuta da economisti tedeschi (Neumann, 1991) un animale politico, niente affatto estraneo alle lotte per il potere che essa esercita perseguendo l'obiettivo della stabilità. Se l'atteggiamento dei paesi dell'Unione verso la lotta all'inflazione non sarà omogeneo, la divisione dei governatori nelle votazioni in seno al SEBC non potrà non riflettere a lungo andare le preferenze sociali dei rispettivi paesi. La conseguenza potrebbe essere una piuttosto stabile polarizzazione nel Consiglio di gruppi di Governatori, un sistematico contrasto di uno o più di questi gruppi con i membri del Direttorio nominati dai Capi di Stato e di Governo, una maggioranza consiliare meno sensibile alla stabilità del metro monetario a mano a mano che la Comunità si allargherà a paesi che ne costituiranno la periferia meno sviluppata. Proprio per evitare una connotazione nazionale il Trattato ha recepito l'indicazione fornita sin dall'inizio dal Rapporto Delors e successivamente confermata dal Comitato Monetario e dal Comitato dei Governatori di assegnare a ogni membro (Governatore o componente del Direttorio) un voto nelle decisioni di politica monetaria; il ricorso al voto ponderato con peso nullo per i membri del Direttorio è previsto soltanto, come si è detto, per le questioni in cui è rilevante la ripartizione del capitale sottoscritto della BCE. Ebbene, si è sostenuto che se vi è asimmetria nella credibilità nazionale, l'attribuzione dei voti dovrebbe essere anch'essa asimmetrica e orientata a favore dei paesi con bassa inflazione (Casella, 1991). Non si può negare che l'argomento sia elegante, ma la cura sarebbe peggiore del male, poiché non è certo attraverso la discriminazione sistematica e presumibilmente fissata una volta per tutte in un trattato internazionale che si può arrivare a costruire una comunità di eguali nei diritti e nei doveri come sono tutte le comunità laiche e democratiche. L'unione europea non richiede – e si spera che non richiederà – l'uniformità delle culture o, in mancanza, la loro gerarchizzazione. Il processo di formazione dei valori sociali dovrà rimanere libero di indirizzarsi in un amplissimo spettro.

Concludendo su questo punto, l'indipendenza, la credibilità, la reputazione della BCE e del SEBC come pure l'atteggiamento asim-

metrico dei vari paesi verso la stabilità monetaria sono tutt'altro che concetti o processi compiutamente definiti: l'esperienza soltanto potrà dirci se e come si evolveranno sotto la pressione delle forze favorevoli all'Unione, di quelle verso di essa più tiepide, degli eventi spesso ad impatto differenziale che accompagneranno l'intero processo.

#### 4. La funzione monetaria

È bene volgere lo sguardo alla funzione monetaria che il SEBC e il suo centro motore, la BCE, sono chiamati a svolgere. Gli obiettivi che sia il Trattato sia lo Statuto fissano sono i seguenti: *a)* mantenere la stabilità dei prezzi; *b)* senza pregiudizio per quest'ultima, appoggiare la politica economica generale della Comunità; *c)* agire in conformità al principio di un'economia di mercato aperta in cui v'è libera concorrenza (Art. 105 del Trattato e Art. 2 dello Statuto). È convinzione di chi scrive, anche sulla base delle discussioni cui ha partecipato sino alla fine del 1990 nell'ambito comunitario, che l'obiettivo vero sia soltanto il primo, enumerato *sub a)*.

Infatti, quello indicato con la lettera *b)* specifica che gli altri obiettivi, elencati all'Art. 2 del Trattato, sono da sostenere soltanto se non entrano in conflitto con la stabilità dei prezzi. Quindi, nessun "trade-off" è possibile, salvo interpretazioni che non sembrano suffragate né dalla lettera, né dallo spirito, né tampoco dai tanti lavori preparatori. Ciò è conforme al principio di responsabilità in una società democratica che richiede che sia il Governo a rendere conto immediatamente al Parlamento e successivamente all'elettorato dell'azione politica che si estrinseca, in particolare, nella scelta e nella ponderazione degli obiettivi. La conformità a questo modello del SEBC deriva appunto dall'affidamento al medesimo da parte della legge comunitaria di un unico scopo, al quale il "mandatario" non può derogare. In altri termini, la funzione monetaria da eminentemente politica diventa apparentemente tecnica. Se in questo quadro sembra trovare la propria giustificazione l'indipendenza della banca centrale dall'Esecutivo, non si dimentichi quanto è stato prima osservato, cioè che nella sostanza la politica riemergerà nell'azione e nella vita dell'istituzione.

Infine, l'obiettivo di cui alla lettera *c)* è tecnicamente un vincolo; esso specifica soltanto che l'unico e vero obiettivo va perseguito con strumenti conformi alla logica di un'economia di mercato aperta e concorrenziale. Ciò significa che sono esclusi la riserva obbligatoria e i controlli diretti? Per quanto riguarda la prima la risposta è negativa, essendo essa specificamente prevista all'Art. 19 dello Statuto; per i secondi sembrerebbe di sì. È vero che l'Art. 20 dello Statuto prevede che con la maggioranza dei due terzi dei voti espressi si possa decidere il ricorso agli altri metodi operativi di controllo monetario, ma fa salvo il rispetto dell'Art. 2 che elenca appunto gli obiettivi sopra citati. Qualche dubbio, però, resta ancora, poiché il comma successivo dell'Art. 20 specifica che se tali metodi comportano obbligazioni per i terzi, si applica la procedura di cui all'Art. 42. Tuttavia, quand'anche i controlli diretti fossero consentiti con le cautele di votazione e di procedura già notati, non ne conseguirebbe che la lettera *c)* di cui sopra riacquisterebbe il valore di obiettivo; essa perderebbe anche il carattere di vincolo e si ridurrebbe a un mero richiamo di principi senza validità operativa.

Posto che l'obiettivo sia unico, si può affermare che esso è direttamente perseguibile, che non soffre interferenza o condizionamenti da parte di altri "policy makers" e che, essendo definito dai testi senza ambiguità, il suo mancato conseguimento comporta una qualche forma di "sanzione"? Converrà esaminare ciascuno di questi aspetti separatamente.

##### 4.1 L'obiettivo di stabilità dei prezzi

In primo luogo, non v'è alcuna indicazione nel Trattato di quale indice dei prezzi si debba prendere come base di riferimento della politica monetaria; non sarà certamente questa l'operazione più complessa, anche se l'omogenizzazione della struttura o contenuto degli indici nazionali dei prezzi al consumo (ma *quid* dei pesi?), la depurazione eventuale delle imposte indirette, ecc. richiederanno un lavoro di paziente raccordo con gli istituti di statistica, compreso quello comunitario. Se non si opterà per un unico indice, nuovo di zecca, valido per l'intera Comunità, bisognerà anche dare una ponderazione a quelli nazionali. Una volta che si abbia a disposizione un metro coerente e affidabile del successo della politica monetaria, si è appena all'inizio dell'opera.

La misurazione dell'obiettivo finale nulla ci dice sul *modus operandi* della politica monetaria comune. L'Art. 12.1 dello Statuto si limita a dire che, secondo i casi, il Consiglio dei Governatori decide in ordine agli obiettivi monetari intermedi, ai tassi guida e all'offerta di riserve. Dopo la caduta del sistema di Bretton Woods, ciò che si ritiene la banca centrale possa controllare è la crescita della quantità di moneta, sicché il "targeting" è apparso dagli anni '70 una tecnica efficiente, facilmente comprensibile dagli operatori economici e finanziari, in grado di rendere credibile l'azione della banca centrale che vi si è attenuta. Ma la liberalizzazione e la deregolamentazione dei mercati finanziari hanno reso sempre più labile la distinzione fra moneta e altre attività finanziarie. Non solo v'è sempre più incertezza circa la M sulla quale si deve puntare, ma anche la periodica revisione della M scelta risulta sempre meno convincente. L'identificazione dell'aggregato statistico appare oggi più che mai problematica e risulterà ancora più elusiva in un ambiente che col mercato unico si integrerà sempre più e che si presterà ad innovazioni finanziarie sempre maggiori. Infatti, è necessario non solo che la M prescelta abbia una stabile relazione con il PIL nominale, il che è proprio ciò che fa maggior difetto, ma che la sua crescita sia controllabile attraverso il tasso d'interesse: l'innovazione finanziaria ha reso instabile ogni precedente relazione (tra gli altri, Lamfalussy, 1992). È di alcuni giorni or sono la notizia che la Bundesbank si è dichiarata d'accordo col Governo tedesco per rafforzare i mercati finanziari in Germania, ma contraria all'introduzione di "money market funds" poiché questi ultimi indebolirebbero la sua capacità di controllo monetario.

È possibile che la BCE, nonostante la forte influenza della Bundesbank, voglia rinunciare al valore di guida degli aggregati e rifugiarsi in una "gestione a vista" della situazione economica e monetaria corrente? Molto verosimilmente, la risposta sarà negativa a causa del numero e della gravità degli errori che si possono in tal modo commettere; della perdita di quel meccanismo che, permettendo agli operatori di giudicare l'azione della banca centrale sulla base di obiettivi intermedi preannunciati, consente di costruire la reputazione e la credibilità di quest'ultima; infine, della maggiore difficoltà per la banca centrale di giustificare le variazioni dei tassi d'interesse sulla base di generali considerazioni economiche, invece che di andamenti dell'aggregato prescelto (Lamfalussy, 1992). Tutte queste forze che agiscono sulla domanda di moneta e sulle funzioni di controllo monetario sono al lavoro più nel mondo anglo-sassone che

in quello continentale, ma hanno, come si è detto, tendenza a penetrare col tempo in sistemi meno propensi all'innovazione. D'altro canto, in Europa il successo della politica monetaria è stato dovuto anche all'adesione, da parte della gran maggioranza dei paesi comunitari, alla banda stretta dello SME, il che ha finito col far scegliere come obiettivo operativo il tasso di cambio. Nel momento in cui il SEBC e la BCE entreranno in funzione una tale possibilità scomparirà per tutti i paesi che vi aderiranno.

#### 4.2 I condizionamenti nel perseguire la stabilità dei prezzi

Inoltre, si può dire che la BCE non soffrirà condizionamenti da parte di altri "policy makers" nel perseguimento dell'obiettivo di stabilità dei prezzi? Ove la politica di bilancio dell'area comunitaria, ad esempio, diventasse fortemente espansiva, la BCE potrebbe opporre una politica monetaria volta a deprimere la crescita del PIL, in base al secondo degli obiettivi che il Trattato e lo Statuto enumerano, solo se la stabilità dei prezzi fosse messa in pericolo. Ovviamente, gli effetti inflazionistici possono essere previsti e stimati in misura diversa dalle autorità fiscali e da quelle monetarie e condurre a qualche forma di "confrontation". Sebbene una tale eventualità non possa essere esclusa, è da ritenere che la probabilità che essa si tramuti in aperto contrasto sembra molto bassa. È più verosimile che l'autorità fiscale di uno o di alcuni paesi decida di accrescere la spesa in disavanzo; in tal caso, vi sarà più spazio per qualche polemica che rischio per la politica di stabilità monetaria.

Può costituire un serio pericolo la disposizione del Trattato di cui all'Art. 109.1 che conferisce al Consiglio (dei Ministri) il potere di concludere accordi formali con decisione unanime per un sistema di tassi di cambio dell'ECU nei confronti delle monete non comunitarie e ancor più quella di cui all'Art. 109.2 che dà facoltà al Consiglio (dei Ministri) con decisione da prendere a maggioranza qualificata di formulare orientamenti generali nella politica del cambio verso le monete non comunitarie, in assenza di un sistema di cambi. Se questa riaffermazione della preminenza del potere politico in tema di rapporti con l'estero fosse veramente esercitata aderendo a un sistema di cambi fissi, *ex hypothesi* contro l'opinione della BCE, verrebbe meno la capacità di quest'ultima di arginare gli effetti dell'altrui inflazione attraverso l'apprezzamento dell'ECU; la stessa sarebbe messa in pe-

ricolo nel caso in cui la BCE ricevesse istruzioni che limitano parzialmente la sua libertà d'azione. Ad avviso di chi scrive, soprattutto la prima ipotesi appare remota alla luce dello scarso interesse per modifiche radicali del sistema monetario internazionale (Triffin, 1991); quanto alla seconda, si è convinti che l'affermazione di principio rimarrà tale, non essendo pensabile che istruzioni vincolanti in materia possano essere impartite alla BCE contro il suo parere, come pure è previsto dal Trattato.

#### 4.3 La sanzionabilità del mancato conseguimento della stabilità dei prezzi

Infine, v'è una qualche forma di sanzione per il mancato conseguimento dell'obiettivo di stabilità? Preliminarmente, v'è da notare che non v'è alcuna definizione quantitativa della stabilità; la variazione deve essere assolutamente nulla? Se la risposta fosse affermativa, bisognerebbe almeno stabilire a quale cifra decimale bisogna arrestarsi! E se fosse negativa, varrebbe la pena di indicare qual è l'intervallo in cui, date le difficoltà di una precisa rilevazione statistica dei prezzi e la presenza in essi di andamenti non solo stagionali ma anche ciclici, si può ritenere che l'obiettivo della stabilità è stato conseguito; ancora, sarebbe necessario stabilire se gli aumenti eccessivi di un periodo, presumibilmente l'anno, sono compensabili nell'intervallo o negli intervalli successivi.

Goodhart (1991) ha molto pubblicizzato che in Nuova Zelanda l'Esecutivo firma un contratto con il Governatore della Banca della Riserva, secondo il quale quest'ultimo s'impegna a conseguire un tasso di variazione dei prezzi compreso tra 0 e 2 per cento nell'indice corretto dei prezzi al minuto. La chiara conseguenza è che se il Governatore non riuscirà entro il 1993 (inizialmente il 1992) a ottenere questo risultato non sarà riconfermato. Alla luce delle non brillanti condizioni in cui si trova l'arte del controllo monetario, tali contratti sembrano assimilabili a quelli che i monarchi medioevali imponevano a malcapitati astrologi e alchimisti, rei nella saggezza regale di non essere sollecitati nel favorire la desiderata congiunzione astrale o l'agognata trasformazione del metallo vile in oro! Non si ritiene che sia opportuno stabilire un qualche meccanismo sanzionatorio; è sufficiente quello che naturalmente intacca il prestigio professionale per effetto dell'insuccesso, il quale se avesse tendenza a

ripetersi anno dopo anno non potrebbe non portare alle dimissioni del o dei principali responsabili della BCE.

Maggiori perplessità suscita la mancata indicazione di una norma quantitativa; il che sta a significare che l'obiettivo specifico verrà stabilito dallo stesso organo che ha l'obbligo di conseguirlo. Non vi potrebbe essere una sorta di conflitto d'interesse? A questa insufficiente determinazione dell'obiettivo corrisponde un'invarianza del medesimo nel tempo, quasi che le condizioni odierne siano estrapolabili *ad infinitum*. Ad esempio, non è immaginabile che l'obiettivo della stabilità dei prezzi quale definito (*rectius*: definibile) per condizioni normali possa valere anche in tempi di guerra o di insurrezione o di crac finanziario. Un qualche meccanismo di sospensione della regola sembra preferibile e meno dannoso per le aspettative degli operatori e per la reputazione dell'istituzione di un'autogiustificazione in nome e a causa delle difficoltà del momento.

## 5. Le funzioni bancarie

L'evoluzione storica delle banche centrali ha condotto a ridurre l'importanza relativa di alcune loro funzioni e ad accrescere quella di altre. Infatti, il ruolo bancario degli istituti centrali è diventato intellettualmente secondario rispetto a quello monetario (Folkerts Landau - Garber, 1991), ma non per questo è scomparso; inoltre, almeno una funzione, travalicando i confini della persuasione morale, ha assunto una chiara ed esplicita connotazione di regolamentazione amministrativa, come è il caso della vigilanza. Tra le funzioni bancarie non più sotto le luci di proscenio sono quelle di prestatore di ultima istanza e di garante del buon funzionamento del sistema dei pagamenti; sebbene in vario modo collegate dalla comune radice, sono logicamente distinte. Perciò, con riferimento al SEBC si esaminerà partitamente se e quale spazio è dato dal Trattato e dallo Statuto al prestatore di ultima istanza, al garante del sistema dei pagamenti, al supervisore bancario.

### 5.1 Il prestatore di ultima istanza

Nello Statuto della BCE e del SEBC non ricorre l'espressione "credito di ultima istanza", né al SEBC ci si riferisce mai come

creditore di tal fatta. Le operazioni di credito sono menzionate nell'Art. 18 dello Statuto, il quale recita che al fine di conseguire gli obiettivi (Art. 2) e di svolgere i compiti fondamentali (Art. 3) del SEBC, la BCE e le banche centrali nazionali possono, oltre che intervenire sui mercati finanziari, effettuare operazioni di credito a favore di istituzioni creditizie e di altri operatori di mercato, contro un'appropriata garanzia, sulla base di principi generali definiti dalla BCE, compreso l'annuncio delle condizioni nelle quali le banche centrali nazionali sono disposte ad effettuare tali operazioni.

Si può affermare, sulla base di quanto si è riportato, che la più celebrata delle funzioni di una banca centrale dai tempi di Bagehot sia scomparsa dalla scena monetaria della futura Europa? La risposta è a dir poco dubbia, comunque complessa. Distinguendo il credito di ultima istanza (CUI) in ordinario e straordinario e quest'ultimo in macroeconomico e microeconomico (Ripa di Meana - Sarcinelli, 1990), è già possibile escludere che il CUI macroeconomico di tipo straordinario sia ammissibile. A quest'ultimo si fa ricorso in caso di crisi generalizzate che si originano spesso sui mercati mobiliari; si è visto, però, che l'unico vero obiettivo del SEBC è la stabilità dei prezzi e che non v'è meccanismo per dichiararne la sospensione in caso di crisi finanziaria. Salvo ricorrere a ridefinizioni *ad hoc* dell'obiettivo, la possibilità di azione della politica monetaria dovrebbe attendere che il crac determini una recessione e forse una depressione con caduta dei prezzi assoluti dei prodotti. In tal caso, però, non v'è bisogno di credito di ultima istanza, ma soltanto di aumentare il saggio al quale la massa monetaria era supposta crescere, per compensare la caduta nella velocità di circolazione.

Il CUI microeconomico di tipo straordinario, per l'erogazione del quale vari criteri sono stati avanzati (Ripa di Meana - Sarcinelli, 1990), serve a salvare una banca o anche un'impresa finanziaria in caso di incipiente o manifesta incapacità a onorare le proprie obbligazioni, in particolare quando la sua caduta comporterebbe un rischio sistemico. È certamente un caso dubbio che potrebbe essere compreso o escluso dall'ambito operativo delle banche centrali nazionali dalle direttive che la BCE è tenuta a emanare. Un tenue spiraglio per far pendere la bilancia nel senso dell'ammissibilità sembra, con molta buona volontà, potersi dedurre dal fatto che per le garanzie si chiede che esse siano adeguate, non che siano sufficienti a ripagare il credito. Nella teoria e talvolta nella prassi del credito di ultima istanza non è l'ampiezza delle garanzie la variabile cui si annette l'importanza maggiore.

Resta, infine, il CUI ordinario, il compito del quale è quello di difendere la capacità di circolazione della moneta e quindi dei meccanismi che assicurano fluidità e sicurezza al sistema dei pagamenti; infatti, poiché l'accesso al credito di ultima istanza della banca centrale è solitamente *condicio sine qua non* per la piena partecipazione al regolamento finale tra istituzioni finanziarie, i criteri per l'ammissione a beneficiare del CUI ordinario, da stabilirsi sempre da parte della BCE, dovrebbero coincidere con i requisiti per l'ammissione alla sezione più delicata del sistema dei pagamenti, quella in cui si regolano i saldi finali. Poiché tra i compiti fondamentali del SEBC è annoverata la promozione del buon funzionamento dei sistemi di pagamento, l'erogazione del credito di ultima istanza a carattere ordinario sembra essere senz'altro ammessa e non dover subire interpretazioni troppo restrittive (si veda l'Art. 22 dello Statuto). Tuttavia, come l'esperienza italiana mostra, il CUI ordinario è facilmente sostituibile con operazioni di mercato aperto, salvo segmentazioni particolari del mercato monetario. Un coordinamento, comunque, si impone tra BCE e banche centrali nazionali per la gestione del CUI al fine di non dare segnali contrastanti in tema di politica monetaria; inoltre, la sua erogazione dovrebbe essere demandata nella quasi totalità alle banche centrali nazionali, mentre gli effetti sulla base monetaria potrebbero essere, se necessario, sterilizzati da parte della BCE.

## 5.2 Il garante del sistema dei pagamenti

I due principi che la BCE e le banche centrali nazionali possono fare operazioni di credito e che il SEBC ha tra i propri compiti fondamentali la promozione dei sistemi di pagamento non sono, tuttavia, sufficienti per stabilire la direzione verso la quale, in questo campo, la Comunità vorrà muoversi; le caratteristiche del sistema dei pagamenti, a loro volta, contribuiranno a definire in quale misura non solo il CUI ordinario, ma anche quello straordinario saranno necessari per il suo efficiente funzionamento. È bene notare subito che l'Art. 22 dello Statuto prevede che la BCE e le banche centrali nazionali possono accordare facilitazioni di credito e la BCE può anche stabilire regolamenti.

Il sistema dei pagamenti "all'ingrosso", seguendo Folkerts Landau e Garber (1991), dipende dal grado di cartolarizzazione

("securitization") del sistema finanziario, il quale porta a uno sviluppo maggiore dei mercati rispetto alle istituzioni bancarie. Maggiore il grado di cartolarizzazione dei crediti, dei diritti di proprietà e dei contratti derivati, più grande e più flessibile deve essere la rete di sicurezza che garantisce la liquidità, la quale non può essere fornita agli operatori che dalle banche e in ultima istanza da quella centrale. Non va dimenticato che caratteristiche degli operatori in titoli sono la bassa capitalizzazione e un alto "leverage", che li rende fortemente esposti al rischio di fallimento. Le dimensioni dell'operatore in crisi e le difficoltà in cui può trovarsi il mercato monetario sono in grado di generare un rischio sistemico al fine di evitare l'insorgenza del quale la banca centrale interviene, assicurando condizioni ordinate sui mercati attraverso l'offerta di liquidità.

Non è necessariamente una situazione inattesa o di grande impatto emotivo quella che può spingere la banca centrale ad agire, poiché alcune strategie correnti di vendita nei mercati dei capitali come le "stop-loss sales" o "portfolio insurance", se generalizzate, per avere successo devono poter contare su un'offerta di liquidità che si muova contro tendenza, al fine di evitare un avvitamento tra quotazioni sempre più basse e crescenti ordini di vendita. *Per incidens*, si ricorda che il lancio e lo sviluppo del mercato secondario telematico dei titoli di Stato in Italia è stato facilitato dalla possibilità per i "market makers" di affiliazione bancaria di potersi rifinanziare presso la Banca d'Italia con operazioni di pronto contro termine soggette a limiti di tempo e d'importo (esempio di CUI ordinario).

Posto che esiste una forte dipendenza del buon funzionamento dei mercati dei capitali dalla liquidità, è opportuno vedere come il ruolo della banca centrale si dispieghi nel sistema dei pagamenti. Il regolamento continuo, subordinando l'effettuazione del pagamento all'esistenza di fondi, elimina il rischio di credito ma rallenta il processo di definizione delle transazioni; quello dei saldi netti è più veloce e più efficiente, ma comporta per l'intervallo entro il quale si effettua la compensazione e si determina il saldo, un rischio di credito, dovuto alla possibilità che un partecipante al sistema non onori la propria obbligazione finale; talvolta l'inadempienza di un partecipante al sistema di compensazione, si badi, non è dovuta a ragioni finanziarie, ma al blocco del suo sistema informatico. Per permettere la chiusura della "giornata" la banca centrale, direttamente o indirettamente, non può non intervenire con il proprio credito, sicché il rischio si consolida in capo ad essa giuridicamente o "moralmente".

La BCE non potrà non essere favorevole alla concessione in questi casi di CUI microeconomico a carattere straordinario, nonostante che le dimensioni possano essere notevoli, salvo che essa non opti per un sistema di pagamenti fortemente incentrato sulle banche che, a sua volta, implica un relativamente basso peso dei mercati nella struttura finanziaria dell'Unione; ciò sembra non solo essere contrario all'attuale tendenza, ma anche alla tradizione e al peso della finanza britannica e francese.

Come Folkerts Landau e Garber giustamente concludono, l'atteggiamento della BCE sulle funzioni bancarie del SEBC dipenderà dall'equilibrio che vorrà raggiungere tra il costo delle operazioni di prestatore di ultima istanza e il beneficio derivante da mercati finanziari liquidi e cartolarizzati, in grado di ridurre il costo del capitale per gli emittenti.

### 5.3 Il supervisore bancario

Infine, l'Art. 105.5 del Trattato e l'Art. 3.3 dello Statuto recitano all'unisono che il SEBC contribuisce alla buona conduzione delle politiche attuate dalle autorità competenti per quanto concerne la vigilanza prudenziale delle istituzioni creditizie e la stabilità del sistema finanziario. In base a questa norma e all'Art. 25.1 dello Statuto, il ruolo del SEBC sembra limitato a quello di consigliere e di monitore in un settore che si è venuto sviluppando sempre più all'ombra delle banche centrali. Anche se il Consiglio con deliberazione unanime, su proposta della Commissione, dopo aver consultato la BCE e previo parere conforme del Parlamento può affidare compiti specifici alla BCE in tema di vigilanza prudenziale su enti creditizi e finanziari, escluse le imprese di assicurazione (Art. 105.6 del Trattato e Art. 25.2 dello Statuto), dalla pesantezza della procedura si evince che la norma non avrà possibilità di applicazione; pertanto, sembra inutile avventurarsi nell'interpretazione di cosa debba intendersi per "compito specifico" e nella problematica del coordinamento tra le eventuali responsabilità specifiche della BCE e quelle generali delle autorità di vigilanza.

V'è da chiedersi quindi cosa accadrà alla vigilanza che molte banche centrali, da quella italiana a quella inglese, esercitano in base alla legge del proprio paese. All'Art. 14.4 lo Statuto prevede che le banche centrali nazionali possano esercitare altre funzioni in aggiunta a quelle previste, salvo che il Consiglio dei Governatori non decida,

con maggioranza dei due terzi, che esse interferiscono con gli obiettivi e i compiti fondamentali del SEBC; tali funzioni comunque restano al di fuori dell'ambito del SEBC e sono esercitate sotto la responsabilità e a rischio della singola banca centrale. Si può concludere che l'esercizio della vigilanza bancaria da parte di quest'ultima resta una facoltà per ciascun ordinamento statale? Dal punto di vista sistematico e alla luce del vivace dibattito che si è svolto sull'argomento durante la preparazione del Trattato, la risposta dovrebbe essere negativa; tuttavia, poiché il Consiglio dei Governatori non deve emettere un giudizio preventivo e può dichiarare l'incompatibilità solo con maggioranza qualificata, la bilancia potrebbe pendere nei fatti per la tesi affermativa. Ovviamente, si parte dall'assunto che, nel rivedere la legislazione nazionale per renderla compatibile col Trattato (Art. 108), la funzione di vigilanza eviti un verdetto di divorzio dalla banca centrale.

La *ratio* per un collegamento organico della vigilanza bancaria con la banca centrale risiede fondamentalmente nelle funzioni bancarie di quest'ultima: ove, per ipotesi, l'evoluzione interpretativa e operativa non lasciasse spazio nel SEBC per un prestatore di ultima istanza e per un garante del sistema dei pagamenti, scomparirebbe ogni giustificazione per l'esercizio da parte della banca centrale della vigilanza bancaria. Infatti, per affermarne il ruolo in quest'ultimo campo si fa riferimento di solito alla sua necessità di conoscere e di regolamentare la situazione (patrimoniale, di rischio e di liquidità) delle banche, al fine di poterle sovvenire prontamente in caso di difficoltà. Un argomento collegato è quello di evitare un conflitto tra la banca centrale creditrice e l'agenzia specializzata nella supervisione, responsabile di valutare la solvibilità e quindi la capacità di sopravvivenza della banca in difficoltà.

Anche se la funzione statutaria del SEBC con riferimento alla supervisione bancaria è minima, i meriti di una centralizzazione della vigilanza in capo a un'agenzia specializzata e responsabile per l'intero territorio comunitario andrebbero attentamente esaminati; infatti, mentre l'attività finanziaria si va globalizzando, le responsabilità di vigilanza rischiano di rimanere frammentate e di creare esternalità a danno di questo o quel sistema nazionale di supervisione (*Vives et alii*, 1991). Tuttavia, la centralizzazione a livello comunitario accresce la necessità di collaborazione con il SEBC, allorché come di solito accade i problemi di solvibilità, di competenza dell'agenzia centralizzata, non sono distinguibili da quelli di liquidità, che devono sempre far capo al SEBC.

## 6. Conclusioni

Quali conclusioni trarre da questo lungo *excursus* nelle tematiche che sono oggetto della proposta di Trattato con riferimento alla BCE e al SEBC? Come si è visto, gli aspetti istituzionali dell'Unione Monetaria non potranno non essere influenzati dal probabile allargamento della Comunità a molti altri paesi; inoltre, il funzionamento dell'UEM necessariamente interagirà col rafforzamento dei poteri comunitari nel campo sociale, col consolidamento dei medesimi nei nuovi ambiti della politica estera e della difesa, con l'emergente cooperazione nei settori della giustizia e della sicurezza interna. Ogni esercizio di previsione circa la direzione degli sviluppi sarebbe velleitario a questo momento; tuttavia, la consapevolezza dei bivi che si incontreranno è fondamentale, se si vuole evitare di incamminarsi su strade senza uscita o che, ripiegando, conducano inesorabilmente al punto di partenza.

Sulla funzione monetaria e sull'indipendenza della BCE e del SEBC che deve garantirla, un monetarista di buona scuola non potrebbe che rallegrarsi leggendo ciò che è stato approvato a Maastricht; è vero che non è stata fissata una regola automatica di creazione monetaria, ma l'indicazione, nei fatti, di un unico obiettivo quale la stabilità dei prezzi e la non interferenza politica nella sua determinazione sembrano consolidare in un atto internazionale la tesi che è errato cercare di influire sull'andamento economico attraverso l'uso di strumenti monetari. A causa dei ritardi lunghi e variabili con i quali l'azione monetaria si riverbera sull'attività produttiva, gli strumenti della politica monetaria tendono a perdere di potenza e certamente di credibilità. Non va dimenticato, però, che se l'obiettivo è unico e dichiarato, la sua definizione non v'è nel Trattato, il che lascia spazio a un qualche conflitto d'interesse, ma anche a margini di manovra.

D'altro canto, la stessa Bundesbank, che ha costituito il modello della costruzione comunitaria, non può essere accusata di aver perseguito l'obiettivo finale a qualsiasi costo. È vero che per proteggere la propria libertà di manovra essa fu contraria alla costituzione dello SME, che fu imposto dall'autorità politica, ma è indubitabile che ha finito con l'accettarlo, dopo che la sua gestione si è rivelata feconda

per impegnare la maggior parte dei paesi europei, e non solo comunitari, nella lotta all'inflazione. Può ritenersi che l'antica avversione per lo SME e la fatica che oggi fa nel riportare l'inflazione in quei limiti ridotti che hanno costruito la sua reputazione e la sua credibilità possano spingere la banca centrale tedesca ad essere ancor più tiepida verso l'Unione Monetaria? Non necessariamente, ad avviso di chi scrive. Proprio le vicende dell'unificazione monetaria tedesca e quelle della formazione dello SME dimostrano che l'autorità politica in Germania, in caso di contrasto su temi di portata costituzionale o di politica estera, prevale su quella monetaria. Perciò, è pienamente plausibile che la Bundesbank divenga strenuo assertore del passaggio alla Terza Fase in tempi brevi, non potendo più manovrare il cambio nei confronti della restante area comunitaria per difendersi dall'inflazione che una struttura di cambi aggiustabili in teoria, ma fissi nella prassi dell'ultimo quinquennio, esporta verso la Germania. Ovviamente, ciò è ipotizzabile solo se essa si convincerà che il Trattato e lo Statuto di Maastricht le garantiscano nei fatti un potere in Europa non inferiore a quello di cui gode oggi... Se la direzione di marcia e le tappe da raggiungere sono state chiaramente fissate, la velocità, quale risultante delle forze, è tutt'altro che scontata.

Tornando al nocciolo dei nostri ragionamenti intorno sia alla funzione fondamentale - il mantenimento della stabilità dei prezzi - sia a quelle ancillari della BCE e del SEBC è giocoforza ammettere che l'incertezza sulla loro effettiva dimensione non contribuisce a rendere la costituzione varata a Maastricht più nitida. Da un lato, l'impostazione di una banca centrale minima, un «ufficio per la politica monetaria» (Perez, 1991), non è riuscita ad evitare zone d'ombra che ulteriori atti internazionali dovrebbero diradare, ove non fosse sufficiente l'esperienza. Dall'altro, la portata limitata delle eccezioni al principio «una sola istituzione, un solo obiettivo» e i molti interrogativi che esse lasciano senza chiara risposta non permettono di configurare la BCE e il SEBC come istituzioni al termine della loro evoluzione sul piano concettuale; su quello effettuale, essa inizierà solo nel 1997 se non più tardi, quando si passerà finalmente alla Terza Fase. Ma l'evoluzione sarà nel senso di inaridire le maldefinite funzioni bancarie, facendo risplendere nel suo nitore la responsabilità monetaria, o in quello di rafforzarle, riproponendo la complessità nell'azione della BCE e del SEBC e, indirettamente, la molteplicità degli obiettivi?

## 7. Postilla sull'Italia

Al termine di una lunga dissertazione su una trasformazione strutturale che diventerà pienamente operativa alle date previste non necessariamente per tutti i membri dello SME, viene da chiedersi: il passaggio alla Terza Fase è realistico per un paese come l'Italia? E soprattutto, ammesso che sia possibile, è opportuno? È noto che in base all'Art. 109J del Trattato, ciascuno stato membro deve soddisfare entro la fine del 1996 o del 1998 a quattro criteri:

*a)* realizzazione di un grado elevato di stabilità dei prezzi, definito nell'apposito Protocollo come divergenza di non più di 1,5 punti percentuali, nell'anno precedente l'esame, dalla media dei tre paesi membri che hanno raggiunto i risultati migliori in tema di stabilità dei prezzi al consumo, tenendo conto delle differenze nelle definizioni nazionali degli indici;

*b)* sostenibilità della situazione delle finanze pubbliche che viene presunta, salvo che non vi sia stata la dichiarazione di disavanzo pubblico eccessivo da parte del Consiglio (dei Ministri) ai sensi dell'Art. 104C.6 del Trattato sul quale si ritornerà;

*c)* rispetto del margine di fluttuazione dello SME per almeno due anni, senza gravi tensioni e senza aver svalutato d'iniziativa il tasso centrale;

*d)* carattere durevole della convergenza, nell'anno precedente l'esame, quale si riflette nel tasso d'interesse medio, nominale e a lungo termine non superiore di oltre 2 punti percentuali rispetto alla media dei tre paesi con i migliori risultati in materia di stabilità dei prezzi.

Tenendo conto dei risultati raggiunti attraverso la politica monetaria e soprattutto del cambio negli ultimi anni, e non potendo addentrarsi in questa sede in un esercizio di (dubbia) previsione, non è azzardato assumere che i requisiti sub *a)*, *c)*, *d)* sono conseguibili. In effetti, si tratta di abbassare ulteriormente l'inflazione di un paio di punti, compito non facile in presenza delle tante rigidità italiane, ma non impossibile con un'adeguata politica salariale e della concorrenza; gli altri due requisiti vengono ad essere «automaticamente» soddisfatti controllando il ritmo di aumento dei prezzi. Resta il punto

sub b), quello concernente le pubbliche finanze: è chiaro che alla luce dell'Art. 104C e dell'annesso Protocollo, l'Italia non avrebbe titolo a partecipare sin dall'inizio alla Terza Fase dell'UEM poiché almeno il suo debito pubblico non potrebbe essere sceso a un valore prossimo al 60 per cento del PIL per il 1997 o il 1999 e il fabbisogno potrebbe approssimare il 3 per cento del PIL alle stesse date solo con drastiche cure sul fronte della spesa. È vero che, data la struttura del debito pubblico italiano - a corta scadenza o indicizzato ai tassi a breve -, un abbassamento ulteriore dell'inflazione ne ridurrebbe il costo, favorendo così la correzione del fabbisogno; tuttavia, è da ritenere che il tasso d'interesse sul debito pubblico dei singoli stati nell'UEM rifletterà in misura crescente il rischio del credito, che è tanto maggiore quanto più elevato è l'indebitamento (Bishop, 1991).

L'Art. 109J, tuttavia, non fa riferimento all'Art. 104C.2, ma al 104C.6, il che significa che, pur essendo lo stato membro in violazione dei suoi obblighi specifici in tema di finanza pubblica, per effetto della valutazione globale o del mancato raggiungimento del *quorum* potrebbe essere ammesso alla Terza Fase. Occorre ricordare però che il Trattato (Art. R) entrerà in vigore col 1° gennaio 1993, sempreché tutti gli strumenti di ratifica siano stati depositati; vale a dire l'Art. 104C.2 potrà essere applicato all'Italia in un qualsiasi momento del quadriennio 1993-1996, anche perché l'Art. 2 del Protocollo sui criteri di convergenza stabilisce che al momento dell'esame dello stato membro per il passaggio alla Terza Fase si faccia riferimento al fatto che una decisione circa il disavanzo eccessivo sia stata presa a suo carico. E il *Financial Times* (30 marzo 1992), nell'invocare una linea dura sulla convergenza, ha già sentenziato: «It is not in Italy's interests for it to be offered a soft option».

Premesso, quindi, che si deve guardare al passaggio dell'Italia alla Terza Fase con preoccupato pessimismo, si può sostenere che sia comunque opportuno? La convenienza è diversa secondo che si guardi al problema dal punto di vista dell'Italia o da quello dei paesi più ordinati della Comunità. È chiaro che l'Italia ha bisogno di una terapia shock che prima o poi dovrà arrivare; la scomparsa della sovranità monetaria resa irrevocabile e altamente visibile con la moneta unica toglierà ogni illusione di soluzione senza lacrime. Per i membri più virtuosi della Comunità, invece, l'ammissione di un paese senza i necessari requisiti precisati dal Trattato infirma la credibilità di quest'ultimo e, soprattutto, non prepara quelle condizioni che renderanno meno laborioso il compito di gestire una moneta unica proprio

perché le finanze pubbliche dei paesi membri sono sane. E questo atteggiamento non può non essere condiviso da tutti coloro che hanno a cuore il compimento della costruzione europea. Infatti, se una qualche critica è da levare non è avverso l'Art. 109J e il connesso Protocollo sui criteri di convergenza, ma contro l'Art. 104C che statuisce "per l'eternità" in una situazione in cui la politica monetaria non potrà più essere utilizzata per finalità anticicliche o per neutralizzare shock ad impatto differenziato sulle regioni (Begg *et alii*, 1991); infatti, i vincoli imposti alla politica fiscale non vanificano, ma rendono più gracile e rigido lo strumentario di politica economica della Comunità Europea, la maggior potenza economica che si affaccerà sulla scena del XXI secolo.

Londra

MARIO SARCINELLI

#### BIBLIOGRAFIA CITATA

- BARRO, R. and GORDON, D. (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 4, pagg. 589-616.
- BEGG, D. *et alii* (1991), *Monitoring European Integration: The Making of Monetary Union*, CEPR.
- BISHOP, G. (1992), *Valuing Public Debt in the EC: EMU Benefits versus "No-Bail-Out" Risks*, Salomon Brothers Inc., November 1991.
- CASELLA, A. (1991), *Voting on the Adoption of a Common Currency*, CEPR.
- FOLKERTS LANDAU, D. and GARBER, P. (1991), *The ECB: A Bank or a Monetary Policy Rule*, CEPR.
- FRATIANNI, M., VON HAGEN, J. and WALLER, C. (1992), *From EMS to EMU*, CEPR.
- GIOVANNINI, A. (1991), *The Currency Reform as the Last Stage of Economic and Monetary Union: Some Policy Questions*, CEPR.
- GOODHART, C. (1991), *The Draft Statute of the European System of Central Banks: A Commentary*, CEPR.
- GRILLI, V., MASCIANDARO, D. and TABELLINI, G. (1991), "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, no. 13.
- VON HAYEK, F.A. (1976), *Denationalization of Money*, London, The Institute of Economic Affairs.
- LAMPALUSSY, A. (1992), *The Restructuring of the Financial Industry: A Central Banking Perspective*, dattiloscritto.
- MINISTERO DEL TESORO (1982), *Il Sistema Creditizio e Finanziario Italiano*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- NEUMANN, M.J. (1991), *German Unification: Economic Problems and Consequences*, CEPR.
- PEREZ, J. (1991), *The ECB: A Bank or a Monetary Policy Rule: A Comment*, dattiloscritto.

- RIPA DI MEANA, A. e SARCINELLI, M. (1990), "Il credito di ultima istanza e l'evoluzione dell'attività bancaria", *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, luglio-agosto.
- RONCAGLIA, A. e SYLOS LABINI, P. (1990), "Riflessioni sullo sviluppo economico e l'ambiente", *Scuola e Città*, dicembre.
- SARCINELLI, M. (1990), "Verso l'Unione Monetaria Europea", in MINISTERO DEL TESORO, *L'Unione Economica e Monetaria: Problemi e Strategie*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.
- SARCINELLI, M. (1991), "Paolo Baffi: Il Governatore, il Maestro, l'Uomo", in *Moneta, Politiche, Uomini*, Atti del Convegno promosso dalla Fondazione Lucchini, Il Coradusio.
- TRIFFIN, R. (1991), "Lo SMI (Sistema Monetario Internazionale... o Scandalo?) e lo SME (Sistema Monetario Europeo... o Successo?)", in questa *Rivista*, dicembre, pagg. 497-535.
- VIVES, X. *et alii* (1991), *Monitoring European Integration: The Making of Monetary Union*, CEPR.