

# La fissazione dei tassi di conversione per la terza fase dell'UME \*

PAUL DE GRAUWE e LUIGI SPAVENTA

## 1. Introduzione

Secondo i piani, la terza fase dell'Unione Monetaria in Europa dovrebbe iniziare il 1° gennaio 1999. Dopo quella data i tassi di cambio delle monete dei paesi partecipanti saranno irrevocabilmente fissi, sia bilateralmente sia nei confronti dell'euro, cioè della moneta unica europea. La decisione su tali tassi di conversione verrà presa in un momento compreso tra il giorno in cui si annuncerà la decisione relativa alla partecipazione e il giorno di partenza della terza fase dell'UME.

Nel presente articolo esamineremo come si possano stabilire i tassi di conversione irrevocabilmente fissi. Nella sezione 2 richiameremo dapprima le poche disposizioni del Trattato di Maastricht sulla procedura di conversione. Esse dicono poco, e pongono un solo vincolo preciso: la procedura di conversione non deve alterare il valore esterno dell'ecu,<sup>1</sup> che, come stabilito dal Consiglio di Madrid,

---

□ Katholieke Universiteit Leuven, Centrum voor Economische Studien, e CEPR, Leuven (Belgio).

Università degli Studi di Roma "La Sapienza", Dipartimento di scienze economiche, e CEPR, Roma.

\* Articolo presentato il 10 marzo 1997 all'incontro del gruppo consultivo sull'impatto dell'introduzione dell'euro sui mercati capitali, istituito dalla Commissione Europea, Directorate General II. Gli autori sono grati a Francesco Giavazzi, Maurice Obstfeld e Charles Wyplosz per i loro commenti a una prima stesura. La presente versione beneficia anche dei commenti ricevuti in occasione di un seminario presso l'Istituto Monetario Europeo.

<sup>1</sup> Per una discussione delle diverse, possibili interpretazioni di tale vincolo si veda Kenen (1995). La nostra interpretazione al riguardo è che la conversione del 1° gennaio 1999 non dovrà portare a un cambiamento nel valore esterno dell'ecu rispetto al livello raggiunto allo scadere del 31 dicembre 1998.

sarà convertito in euro in un rapporto di uno a uno. Esamineremo quindi l'insieme (molto) ampio delle alternative apparentemente disponibili. Nella sezione 3 mostreremo che, se nel paniere dell'ecu figurano monete non partecipanti alla moneta unica, tutto un sottoinsieme di alternative è incompatibile con le disposizioni del Trattato sul valore esterno dell'ecu: i tassi di conversione delle monete partecipanti non possono essere stabiliti anticipatamente in termini di ecu, né possono essere fissati all'ultimo momento in termini dei tassi di cambio dell'ecu previsti dallo SME, senza incidere (salvo in due casi del tutto implausibili) sul valore esterno dell'ecu. L'unica possibilità di fissare i tassi in euro per le monete partecipanti è quella di adottare come tassi di conversione i tassi di mercato dell'ecu in termini di esse dell'ultimo giorno che precede la partenza della terza fase: noi riteniamo che ciò sia economicamente indesiderabile. Fissare invece i tassi di conversione bilaterali (non importa quando e come) accettando il valore di mercato dell'ecu come tasso di conversione dell'euro restituisce un grado di libertà ed è compatibile con il vincolo sul valore esterno dell'ecu, come sosteniamo nella sezione 4. In questa sezione mostriamo inoltre come una delle regole proposte per la definizione dei tassi di conversione – la così detta regola di Lamfalussy – abbia conseguenze indesiderabili. Il preannuncio dei tassi di cambio bilaterali incontra due problemi. Anzitutto, occorre che si sia verificata la convergenza dei tassi bilaterali di mercato dell'ultimo giorno prima dell'inizio della terza fase ai tassi preannunciati, per evitare salti nel valore esterno dell'ecu. In secondo luogo, un recente regolamento del Consiglio sull'assetto giuridico dell'utilizzo dell'euro sembra negare, se interpretato rigidamente, la possibilità di fissare tassi bilaterali e di ricavarne *in seguito* i tassi di conversione in euro: se prevale questa interpretazione, l'unica scelta a disposizione sarebbe la fissazione dei tassi di conversione in euro ai valori di mercato dell'ecu al 31 dicembre 1998. Nella sezione 5 proponiamo una soluzione a più stadi a questi due problemi, che è compatibile con il regolamento del Consiglio: l'annuncio che il tasso di conversione dell'euro sarà fissato come il tasso di mercato dell'ecu dell'ultimo giorno e un accordo parallelo sulla struttura desiderata dei tassi bilaterali (che potrebbero essere i tassi centrali dello SME) delle monete partecipanti. Nel periodo intermedio i tassi di cambio di mercato bilaterali dovrebbero essere guidati verso i valori precedentemente concordati.

## 2. Il Trattato e le alternative

### 2.1. *Il Trattato*

Il Trattato di Maastricht afferma che: «Alla data d'inizio della terza fase [dell'Unione Monetaria], il Consiglio, deliberando all'unanimità degli Stati membri senza deroga, su proposta della Commissione e previa consultazione della BCE, adotta i tassi di conversione ai quali le rispettive monete sono irrevocabilmente vincolate e il tasso irrevocabilmente fissato al quale l'ECU viene a sostituirsi a queste valute, e sarà quindi valuta a pieno diritto. Questa misura di per sé non modifica il valore esterno dell'ECU» (articolo 109 L (4)).

Il Consiglio Europeo di Madrid del dicembre 1995 ha confermato «inequivocabilmente che [la terza] fase inizierà il 1° gennaio 1999 [...], ha deciso di chiamare la moneta [unica] "Euro" [...], invece del generico termine "ECU" utilizzato dal Trattato per indicare l'unità di moneta europea», e ha stabilito che «in caso di contratti denominati con riferimento al paniere ufficiale dell'ECU della Comunità Europea [...] la sostituzione con l'Euro avverrà al tasso di uno a uno, salvo che il contratto non disponga altrimenti». L'Allegato alle conclusioni del Consiglio di Madrid, riguardante «Lo scenario per il passaggio a una sola moneta», ha aggiunto che dal 1° gennaio 1999 «l'Euro sarà "una valuta vera e propria", e che il paniere ufficiale dell'ECU cesserà di esistere».

### 2.2. *Le alternative*

Finora non è stata presa alcuna decisione su come saranno fissati i tassi di conversione irrevocabili delle monete degli stati membri che rispettano le condizioni di ammissione. La scelta riguarda molteplici dimensioni, sicché apparentemente esiste un ampio numero di alternative.<sup>2</sup>

In primo luogo vi è una dimensione temporale. A partire dal giugno 1998, al più tardi, si saprà quali stati membri saranno ammessi

<sup>2</sup> Per un'utile descrizione di alcune alternative si veda Arrowsmith (1996) e Gros e Lannoo (1996).

alla terza fase e quindi per quali monete andranno fissati i tassi di conversione irrevocabili. Questi possono essere preannunciati prima di tale data, oppure possono essere annunciati alla vigilia della terza fase. In quest'ultimo caso può essere annunciato o meno un metodo per fissare i tassi all'ultimo momento.

In secondo luogo, i tassi di conversione delle monete degli stati membri senza deroga, che d'ora in poi chiameremo monete-in, possono essere fissati bilateralmente o in termini di ecu. Mentre i tassi fissi in ecu comportano un insieme di parità bilaterali, il contrario non è vero finché vi sono monete che figurano nel paniere dell'ecu ma che non partecipano alla moneta unica.

Una terza dimensione riguarda la scelta dei tassi di conversione, siano questi tassi bilaterali o tassi in ecu. Un'ovvia alternativa è tra i tassi centrali come definiti nel meccanismo di tassi di cambio dello SME da un lato, e dall'altro i tassi di mercato al momento dell'annuncio o nell'ultimo giorno precedente la fissazione irrevocabile. Sono tuttavia concepibili, e sono state ventilate, altre possibilità. La più nota è la così detta regola di Lamfalussy:<sup>3</sup> il tasso di conversione dovrebbe essere calcolato in termini di una media di tassi di mercato passati o passati e futuri. Altri candidati sono i tassi a termine, nel caso di preannuncio,<sup>4</sup> o i tassi bilaterali modificati per tenere conto dei differenziali del tasso d'interesse.

Anche trascurando ulteriori distinzioni derivanti dal possibile comportamento dei partecipanti al mercato, i tassi di conversione preannunciati possono essere credibili o meno, la determinazione dei tempi e la regola della fissazione delle parità possono essere attese o meno - la combinazione di queste tre dimensioni genera un ampio numero di alternative.

Vedremo tuttavia che questo *embarras de richesses* è in larga misura solo apparente se, come è quasi certo, alcune delle monete che figurano nel paniere dell'ecu non faranno parte della moneta unica fin dall'inizio, perché rappresentano paesi che non soddisfano le condizioni o che esercitano il loro diritto di dissociarsi.<sup>5</sup> Nella sezione

<sup>3</sup> Così detta in quanto avanzata per la prima volta dal presidente dell'Istituto Monetario Europeo.

<sup>4</sup> La regola dei tassi a termine è discussa da Brookes (1996).

<sup>5</sup> Non ha invece alcuna rilevanza il fatto che alcune monete, come lo scellino austriaco o il markka finlandese, che non appartengono al paniere dell'ecu perché questo è stato congelato dall'articolo 109 G del Trattato, possano invece partecipare alla moneta unica dall'inizio.

seguinte inizieremo la nostra potatura mostrando che è impossibile sia preannunciare i tassi di conversione in termini di ecu/euro, sia fissare al 1° gennaio 1999 i tassi di conversione dell'euro in termini di tassi SME centrali.

Trascureremo il problema derivante dal fatto che il valore dell'ecu calcolato in base al paniere non coincide con il valore dell'ecu privato quotato nei mercati dei cambi esteri e faremo riferimento solo al valore dell'ecu ufficiale, che coincide con il suo valore di paniere.<sup>6</sup>

### 3. La fissazione dei tassi di conversione in termini di ecu

In questa sezione dimostriamo che la fissazione dei tassi di conversione in euro delle monete-in in termini di ecu è o tecnicamente impossibile o economicamente indesiderabile.

#### 3.1. Un insieme di soluzioni tecnicamente impossibili

##### a) Il preannuncio dei tassi di conversione in ecu

Sia  $T$  l'ultimo giorno prima dell'inizio della terza fase, quando le parità delle monete dei paesi-in saranno fissate irrevocabilmente nei confronti dell'euro e quindi bilateralmente. Supponiamo che, delle  $N$  monete che figurano nel paniere dell'ecu,  $I$  appartengano a paesi-in, e  $N - I$  a paesi-out, che non si uniscono alla moneta unica sin dall'inizio. Ci poniamo la seguente domanda: è possibile annunciare la parità delle  $I$  monete nei confronti dell'ecu (equivalente a un euro) in un determinato giorno  $t < T$ , dato il vincolo secondo cui il valore esterno dell'ecu il giorno  $T$  non deve esserne influenzato?

Indichiamo con:

$ecu_i$  il valore dell'ecu in termini della moneta  $i$  ( $i = 1, \dots, I$ );

$\alpha_j, \alpha_k$  le quantità di moneta  $j$  ( $j = 1, \dots, I$ ) e di moneta  $k$  ( $k = I + 1, \dots, N$ ) nel paniere dell'ecu;

<sup>6</sup> Per qualche tempo il valore dell'ecu privato in ogni data moneta è stato inferiore al valore del paniere in quella moneta: la differenza, che in passato ha raggiunto i 250 punti base, è scesa ora a 40 punti base. Una spiegazione convincente della differenza è fornita in Folkerts-Landau e Garber (1995). Si veda anche Gonzalez-Pacheco e Steinherr (1996).

$S_{ji}$ ,  $S_{ki}$  i tassi di cambio rispettivamente della moneta  $j$  ( $j = 1, \dots, I$ ) e della moneta  $k$  ( $k = I + 1, \dots, N$ ) in termini della moneta  $i$  (unità di moneta  $i$  per unità di moneta  $j$  e di moneta  $k$ ).

Dalla definizione del paniere dell'ecu sappiamo che:

$$ecu_i = \sum_{j=1}^I \alpha_j S_{ji} + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k S_{ki}. \quad (1)$$

È possibile annunciare il giorno  $t < T$  un tasso di conversione fisso in  $ecu_i^* = euro_i^*$  per ognuna delle  $i = 1, \dots, I$  monete-in?

L'arbitraggio triangolare assicura che, fissando i tassi euro/ecu, risultano fissati anche i tassi di cambio bilaterali per le monete-in, cioè:

$$S_{ji}^* = \frac{ecu_i^*}{ecu_j^*}. \quad (2)$$

Sostituendo la (2) nella (1) si ottiene:

$$ecu_i^* = \sum_{j=1}^I \alpha_j \frac{ecu_i^*}{ecu_j^*} + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k S_{ki} \quad (3)$$

ovvero

$$ecu_i^* \left(1 - \sum_{j=1}^I \alpha_j \frac{1}{ecu_j^*}\right) = \sum_{k=I+1}^N \alpha_k S_{ki}, \quad (4)$$

per ogni moneta-in  $i = 1, \dots, I$ .

Come si vede dalla (4), il lato sinistro dell'equazione è una costante, determinata dai tassi in euro prescelti. Pertanto anche il lato destro, che rappresenta il tasso di cambio ponderato del sottoinsieme delle monete-out appartenenti all'ecu nei confronti di ogni moneta-in, deve essere costante. In altri termini, prefissare i tassi in euro delle monete-in prima del 1° gennaio 1999 e garantire la conversione uno a uno degli ecu in euro richiede che il tasso di cambio ponderato del sottoinsieme delle monete-out rispetto alle monete-in rimanga costante nel periodo compreso tra l'annuncio e la conversione. Ciò può

verificarsi solo in due casi: se tutti gli esterni decidono di fissare (unilateralmente) i loro tassi di cambio con gli interni al momento dell'annuncio e sono in grado di difendere quei tassi, o se, per un caso, i movimenti del tasso di cambio delle monete-out nei confronti delle monete-in si compensano perfettamente. Si può dire che a fini pratici la probabilità del primo caso è molto bassa e quella del secondo è nulla. Tranne che in questi due casi, prefissare i tassi di conversione delle monete-in in termini di euro viola il requisito che il valore esterno dell'ecu non sia influenzato dalla procedura di conversione. In particolare questa procedura renderebbe il valore in dollari di  $ecu_i^*$  diverso da quello del paniere ecu.

b) *L'adozione dei tassi centrali in ecu all'inizio della terza fase e la regola di Lamfalussy in termini di tassi in ecu*

Un analogo ragionamento ci porta a rifiutare altre due alternative: la fissazione dei tassi di conversione delle monete-in nei confronti dell'euro come tassi *centrali* in ecu; e l'adozione della regola di Lamfalussy espressa in termini di tassi medi di mercato in ecu.

Sia  $ecu_i^c$  il tasso centrale in ecu della moneta  $i$ , e  $S_{ji}^c$  e  $S_{ki}^c$  i corrispondenti tassi centrali bilaterali delle monete  $j$  ( $j = 1, \dots, I$ ) e  $k$  ( $k = I + 1, \dots, N$ ) in termini della moneta  $i$ , sicché:

$$ecu_i^c = \sum_{j=1}^I \alpha_j S_{ji}^c + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k S_{ki}^c = euro_i \quad (5)$$

che rappresenta il tasso in euro della moneta  $i$  al giorno  $T$ . Il tasso di mercato in ecu del giorno precedente,  $T - 1$ , sarà:

$$ecu_i^{T-1} = \sum_{j=1}^I \alpha_j S_{ji}^{T-1} + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k S_{ki}^{T-1}, \quad (6)$$

pertanto

$$euro_i - ecu_i^{T-1} = \sum_{j=1}^I \alpha_j (S_{ji}^c - S_{ji}^{T-1}) + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k (S_{ki}^c - S_{ki}^{T-1}). \quad (7)$$

Supponiamo che i paesi-in riescano a pilotare i loro tassi di cambio bilaterali verso le parità centrali, in modo che sia nullo il termine nella prima parentesi del secondo membro. È tuttavia alta-

mente improbabile che i tassi di cambio dei paesi-out convergano alle loro parità centrali, o che le loro deviazioni dalle parità centrali siano tali da compensarsi perfettamente: il termine nella seconda parentesi, allora, sarà con ogni probabilità diverso da zero, e di conseguenza la procedura di conversione in euro causerà un salto nel valore esterno dell'ecu.

Per lo stesso motivo non è possibile adottare un tasso di conversione in euro in termini di una media dei tassi di mercato. Se la regola è annunciata prima del giorno  $T$ , con riferimento a una media di tassi futuri ed eventualmente passati, ci si trova di fronte allo stesso problema relativo ai tassi in ecu preannunciati. Se la regola è annunciata il giorno  $T$ , con riferimento ai soli tassi passati, la possibilità che i tassi di mercato il giorno  $T - 1$  coincidano con una media dei tassi di mercato passati è ancora più remota che per i tassi centrali.

### 3.2. L'adozione del tasso di mercato in ecu dell'ultimo giorno come tasso di conversione: una soluzione economicamente indesiderabile

Dalla nostra precedente discussione segue che, se nel paniere dell'ecu figurano monete-out, l'unico modo di fissare i tassi euro in termini di ecu, lasciando allo stesso tempo inalterato il valore esterno dell'ecu, è assumere come tassi di conversione i tassi di mercato in ecu dell'ultimo giorno prima della terza fase. Questa tuttavia sarebbe una procedura assai poco attraente. In primo luogo, vi è un problema di indeterminatezza di tali tassi, sicché non vi sarebbero punti fermi per le aspettative di mercato:<sup>7</sup> un problema reso più rilevante dai movimenti incontrollabili dei tassi di cambio delle monete-out presenti nel paniere dell'ecu (una delle quali sarà probabilmente un'importante moneta internazionale, come la sterlina). In secondo luogo, quella procedura può causare problemi di azzardo morale con le monete-in. Una volta ottenuta l'ammissione, cosicché le "gravi tensioni" nei movimenti del tasso di cambio<sup>8</sup> non possono più pregiudicarla, e finché gli accordi di cambio dello SME restano in vigore con la banda allargata del 15%, si presenterebbe la tentazione di lasciarla deprezzare la propria moneta all'interno della banda, realizzando un'ultima

<sup>7</sup> Si veda Begg *et al.* (1997), dove si può trovare una forte argomentazione contraria a lasciare al mercato il compito di fissare i tassi di conversione (irrevocabili) in euro delle monete-in.

<sup>8</sup> Articolo 3 del Protocollo sui criteri di convergenza al quale fa riferimento l'articolo 109 J del Trattato.

svalutazione *de facto* per entrare nella terza fase con un vantaggio competitivo. In terzo luogo, i mercati percepirebbero tutto ciò sicché, nel periodo intermedio, vi potrebbero essere movimenti speculativi, e in ogni caso una volatilità considerevole e indesiderabile.

## 4. Le parità bilaterali: vantaggi e problemi

### 4.1. I tassi di conversione bilaterali

Se i tassi di conversione sono fissati come parità bilaterali tra le monete-in, si ristabilisce un grado di libertà che permette a tale procedura di essere compatibile in linea di principio con il vincolo sul valore esterno dell'ecu.

Consideriamo dapprima il caso di tassi di conversione preannunciati. La precedente equazione (3) diventa ora:

$$\text{ecu}_i = \sum_{j=1}^I \alpha_j S_{ji}^* + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k S_{ki}, \quad (3')$$

dove gli  $S_{ji}^*$  sono i tassi di conversione bilaterali prestabiliti delle monete-in. Il giorno  $T$  il tasso di conversione di queste ultime con l'euro sarà il tasso di mercato dell'ecu, che dipenderà a sua volta dai tassi di cambio bilaterali delle monete-out. L'unica conseguenza della fissazione dei tassi bilaterali delle monete-in è che, il giorno  $T$ , le monete-out si saranno apprezzate o deprezzate esattamente nella stessa proporzione nei confronti di ciascuna moneta-in.

In teoria i tassi di conversione bilaterali potrebbero essere i tassi di mercato di un qualche giorno  $t < T$ , o i tassi centrali SME, o quelli ricavati dalla regola di Lamfalussy. Il prefissare i tassi bilaterali, non importa come, pone tuttavia un problema economico e una potenziale difficoltà giuridica. Prima di affrontare tali questioni, possiamo effettuare un'ulteriore potatura ed escludere la regola di Lamfalussy dalle alternative desiderabili, anche se applicata alle parità bilaterali.

#### 4.2. Esclusione della regola di Lamfalussy

Rammentiamo che la regola di Lamfalussy stabilisce che il tasso di conversione al giorno  $T$  dovrebbe essere una media di tassi di mercato: tra il giorno  $t$ , quando la regola è annunciata, e il giorno  $T$ , o tra una certa data anteriore a  $t$  e il giorno  $T$ , in modo da assegnare un peso anche al passato. Il fine della proposta era di accrescere la credibilità dell'annuncio dei tassi di conversione, in quanto le banche centrali non sarebbero obbligate a intervenire per difendere una data parità. Tuttavia la regola risente di molti difetti, che la rendono inadatta nelle applicazioni pratiche (si veda De Grauwe 1996).

In primo luogo, al momento dell'annuncio della regola occorre attendersi sbalzi significativi dei tassi di cambio. Ciò può avvenire anche con modi alternativi di fissare i tassi di conversione, ma con la regola di Lamfalussy vi è un elemento di arbitrarità: se al momento dell'annuncio, come è possibile, il tasso di mercato (che rappresenta il tasso marginale) e il tasso medio si muovono in direzione opposta, lo sbalzo può avvenire in una direzione opposta alle tendenze di mercato, causando una volatilità artificiale non correlata con i fondamentali. In secondo luogo, l'utilizzo della regola di Lamfalussy non impedisce dopo l'annuncio spostamenti imprevisti del tasso di cambio, provocando così una notevole incertezza nei tassi di conversione da applicare a partire dal 1° gennaio 1999.

La nostra conclusione è che la regola di Lamfalussy, anche se espressa in termini di tassi bilaterali, non rappresenta una soluzione soddisfacente per il problema della fissazione dei tassi di conversione, pur se applicata alle parità bilaterali.

#### 4.3. Problemi nella fissazione delle parità bilaterali

##### a) Un problema economico

La nostra conclusione che i tassi di conversione bilaterali, a differenza dei tassi di conversione in ecu, sono compatibili con il vincolo sul valore esterno, presume che l'annuncio dei tassi di conversione sia pienamente credibile in modo da condurre i tassi di mercato bilaterali del giorno  $T - 1$  ai tassi di conversione annunciati. Appare tuttavia utile analizzare cosa potrebbe accadere se il mercato diffidasse di tale annuncio, cosicché il giorno  $T - 1$  i tassi di mercato diverges-

sero dai tassi di conversione annunciati. In tal caso le autorità si trovano davanti a una difficile scelta che può essere esplicitata come segue. Partiamo dall'equazione (7). Possiamo ora riscriverla nel modo seguente:

$$\text{euro}_i - \text{ecu}_i^{T-1} = \sum_{j=1}^I \alpha_j (S_{ji}^* - S_{ji}^{T-1}) + \sum_{k=I+1}^N \alpha_k (S_{ki}^T - S_{ki}^{T-1}). \quad (7')$$

Per rendere possibile la conversione uno a uno dell'ecu in euro il giorno  $T$ , il lato sinistro della (7') deve essere pari a zero. Poiché fissiamo solo i tassi bilaterali delle monete-in, non vi sono vincoli sui tassi bilaterali delle monete-out (come accadeva nel caso dell'equazione (7)). Pertanto, all'inizio del giorno  $T$  i tassi di mercato bilaterali delle monete-out sono uguali a quelli osservati alla fine del giorno  $T - 1$ . Ciò pone uguale a zero il secondo termine del lato destro della (7'). Ne deriva che se il giorno  $T - 1$  i tassi di mercato bilaterali delle monete-in,  $S_{ji}^{T-1}$ , divergono dai tassi di conversione annunciati,  $S_{ji}^*$ , le autorità si trovano in difficoltà. O esse rinnegano il proprio annuncio e scelgono come tassi di conversione bilaterali i tassi di mercato del giorno  $T - 1$ , in modo da poter convertire un ecu in un euro il giorno  $T$  (nella (7') è  $\text{euro}_i - \text{ecu}_i^{T-1} = 0$ ); oppure, se intendono rimanere fedeli ai tassi di conversione annunciati, devono abbandonare il vincolo e violare la norma del Trattato.<sup>9</sup> Questo scomodo *trade-off* può essere evitato solo se i tassi di conversione bilaterali annunciati sono pienamente credibili. In tal caso questi coincidono con i tassi di mercato e la conversione uno a uno dell'ecu in euro il giorno  $T$  non darà problemi.

##### b) Un potenziale ostacolo giuridico?

Abbiamo mostrato finora che, mentre la fissazione dei tassi di conversione dell'ecu è tecnicamente impossibile, a meno che i tassi di conversione siano fissati ai tassi di mercato al giorno  $T$ , o coincidano per caso con essi, non vi sono ostacoli tecnici alla fissazione dei tassi

<sup>9</sup> Obstfeld (1997) sostiene che l'unico modo di risolvere il problema sollevato dal vincolo sul valore esterno sia di abolire del tutto quel vincolo abrogando l'articolo 109 L del Trattato. Ciò permetterebbe senza dubbio una procedura più semplice e soddisfacente nel fissare i tassi di conversione. Per ottenere tale risultato tuttavia occorrerebbe un accordo su, e l'approvazione da parte di quindici parlamenti di, un'abrogazione formale del provvedimento del Trattato: un evento improbabile.

bilaterali, prendendo il tasso di mercato dell'ecu al giorno  $T$  come tasso finale di conversione in ecu/euro. Abbiamo escluso la regola di Lamfalussy non perché fosse incompatibile con i requisiti del Trattato, ma perché aveva altre conseguenze indesiderabili.

Una decisione discrezionale adottata dal Consiglio di Dublino sulla base di una proposta della Commissione sembra tuttavia escludere tutto l'insieme di alternative fondate sull'adozione di tassi di conversione bilaterali senza un precedente passaggio attraverso il tasso in ecu.

Facendo seguito alla richiesta del Consiglio di Madrid di definire «un regolamento del Consiglio in vigore dal 1° gennaio 1999 per fornire la struttura giuridica per l'utilizzo dell'euro [...] in modo che le monete nazionali e l'euro diventeranno diverse espressioni di ciò che economicamente è la stessa moneta» (par. 9 dell'Allegato), nel dicembre 1996 l'Ecofin e il Consiglio Europeo di Dublino hanno approvato due regolamenti predisposti dalla Commissione delle Comunità Europee (COM 96 499 finale, 16.10.1996), dei quali quello «su alcuni provvedimenti riguardanti l'introduzione dell'euro» affronta il problema della fissazione dei tassi di conversione.

Le disposizioni rilevanti sono le seguenti (articolo 4):

«(1) I tassi di conversione saranno adottati come un euro espresso in termini di ogni moneta nazionale degli stati membri senza deroga. Saranno adottati con sei cifre significative.

[...]

(3) I tassi di conversione saranno utilizzati per le conversioni sia in unità euro che in unità di moneta nazionale. I tassi inversi derivati dai tassi di conversione non saranno utilizzati.

(4) Le somme monetarie da convertire da una unità di moneta nazionale in un'altra saranno prima convertite in una somma monetaria espressa in unità di euro, arrotondata ad almeno tre cifre decimali, e in seguito saranno convertite nell'altra unità di moneta nazionale».

Il commento alla bozza di regolamento afferma che, «per evitare imprecisioni nelle conversioni, la fissazione irrevocabile comprende esclusivamente il tasso di conversione tra l'euro e le unità di moneta nazionale», mentre «i tassi bilaterali tra le unità di moneta nazionale saranno ricavati da questi tassi di conversione». Esso aggiunge che «l'articolo 4 (4) [...] fornisce un algoritmo vincolante per le conversioni tra unità di moneta nazionale, poiché quei tassi bilaterali,

secondo la definizione di tassi di conversione dell'articolo 1, non saranno definiti direttamente».

Il fondamento logico di questa decisione è di difficile comprensione. In ogni caso le dettagliate disposizioni appena citate vanno ben oltre il fine di sottolineare che nella terza fase quel che importa è l'euro e non le monete nazionali. Una rigida e stretta interpretazione di esse renderebbe impossibile fissare formalmente i tassi finali di conversione come tassi bilaterali – prima di  $T$  o in  $T$  – e poi ricavare il tasso di conversione ecu/euro dal tasso di mercato non vincolato dell'ecu. Avendo dimostrato in precedenza che il preannuncio dei tassi in termini di ecu, o la loro fissazione in termini di valori centrali di ecu, sono incompatibili con il vincolo sul valore esterno dell'ecu stabilito dal Trattato, la sola scelta lasciata da questa interpretazione sarebbe quella di fissare i tassi di conversione delle monete-in in termini del valore di mercato dell'ecu in  $T$ : come si è sostenuto in precedenza, è una delle alternative meno attraenti. Riteniamo tuttavia che sia possibile un'interpretazione più elastica del regolamento, in base alla quale i tassi di conversione in euro possono essere ricavati implicitamente da tassi bilaterali precedentemente concordati. Descriviamo la procedura nella prossima sezione, dove considereremo brevemente anche il problema della credibilità.

## 5. Una proposta

Noi proponiamo un processo decisionale indiretto, che comporta diversi passaggi. In primo luogo, il Consiglio, subito dopo la selezione delle monete-in, annuncia il *metodo* che sarà seguito all'inizio della terza fase *per fissare i tassi di conversione ecu/euro*, in conformità con il regolamento: i tassi di conversione in euro il 1° gennaio 1999 saranno fissati al livello dei tassi di mercato rispetto all'ecu del 31 dicembre 1998. In secondo luogo, le autorità dei paesi-in raggiungeranno, e preferibilmente annunceranno, un accordo sulla struttura dei tassi bilaterali delle loro monete che sarà implicita nel tasso finale di conversione in euro e che lo condizionerà. Tale procedura è a nostro avviso compatibile con il regolamento, in quanto la decisione formale sarà presa in termini di tassi ecu/euro; d'altra parte non vi sono disposizioni, né nel Trattato né nella normativa, che impediscano ai paesi-in di accordarsi su un insieme di tassi bilaterali.

Si può obiettare che vi sarà un'incertezza all'ultimo minuto riguardante il valore preciso dei tassi di conversione in euro. Tale incertezza, tuttavia, riguarda solo i *livelli* di questi tassi, non i loro *rapporti*. Supponiamo infatti che sia stata presa la decisione di fissare il tasso FF/DM a  $S_{DM,FF}^*$  e che il tasso di mercato bilaterale si sia conformato a quel livello. Di conseguenza il rapporto tra i tassi di conversione in euro delle due monete sarà  $euro_{FF}/euro_{DM} = S_{DM,FF}^*$ . L'incertezza sui valori dell'ultimo minuto di  $euro_{FF}$  ed  $euro_{DM}$  non riguarderà quel rapporto in quanto i due tassi ecu/euro varieranno nella stessa proporzione. L'incertezza sui livelli ha scarsa rilevanza economica, poiché la scelta dei tassi in euro presenta in ogni caso un elemento di arbitrarietà: dividere o moltiplicare quei tassi per un qualunque numero arbitrario lascerebbe inalterata la struttura dei tassi bilaterali.

Vi è poi il problema della credibilità dell'accordo sui tassi bilaterali. Le autorità dei paesi-in devono prendere un serio impegno a pilotare i loro tassi di cambio bilaterali di mercato verso i livelli concordati, attraverso interventi inframarginali coordinati, quale che ne sia la dimensione richiesta, e politiche del tasso d'interesse. Indipendentemente dal fatto che l'impegno sia o meno annunciato, i mercati devono essere convinti che esso è incondizionato e dunque che l'accordo è credibile: in tal caso, all'approssimarsi della data finale i tassi di mercato convergeranno gradualmente ai loro livelli obiettivo.<sup>10</sup>

Come si dovrebbero scegliere i tassi bilaterali obiettivo? Questo è in non piccola misura un problema politico. I tassi centrali forniscono una soluzione non ambigua, che in quanto tale è preferibile, ma a cui possono opporsi quei paesi con un tasso di cambio di mercato delle proprie monete deprezzato rispetto al tasso centrale. La scelta dei tassi di mercato al momento della decisione può incontrare obiezioni opposte. Una cosa è comunque chiara. La nostra proposta richiede un accordo su uno specifico e preciso livello dei tassi bilaterali. Ciò esclude soluzioni più complesse che lasciano incerto fino

<sup>10</sup> Begg *et al.* (1997) sono a favore del lasciare libertà di movimento ai tassi di cambio nel periodo intermedio e di portarli in linea con i tassi annunciati attraverso massicci interventi l'ultimo giorno dell'anno: un intervento dell'ultimo giorno lascerebbe inalterata l'offerta di moneta dell'euro-areà. Si può notare come la procedura da noi proposta per fissare i tassi di conversione abbia il merito di lasciare un margine di tolleranza per piccole deviazioni dell'ultimo minuto dei tassi di mercato dai livelli obiettivo.

all'ultimo momento il livello preciso dei tassi bilaterali, delle quali la regola di Lamfalussy è solo un esempio.

## 6. Conclusioni

Le due condizioni, che l'adozione di tassi di conversione irrevocabilmente fissi non modifichi il valore esterno dell'ecu e che un euro sia pari a un ecu, vincolano severamente le scelte su come fissare i tassi di conversione per la terza fase. In breve, il vincolo è che i tassi di conversione utilizzati il 1° gennaio 1999 dovranno essere i tassi di mercato osservati alla fine del giorno precedente, sia che vengano espressi bilateralmente sia direttamente in termini di euro. Tuttavia i vincoli diventano più impegnativi se si decide che i tassi di conversione debbano essere fissati in euro: in tal caso non è possibile annunciare in anticipo i tassi di conversione fissi, sicché i tassi di conversione irrevocabili devono essere necessariamente i tassi di mercato dell'ecu in termini di ogni moneta partecipante rilevati nell'ultimo giorno di mercato del 1998. Ciò presenta seri inconvenienti: la tentazione, per alcuni dei paesi ammessi alla moneta unica, di attuare, *de facto*, un'"ultima svalutazione"; la percezione, da parte dei mercati, di tale tentazione; le fluttuazioni dei tassi di mercato in ecu causate dai movimenti dei tassi di cambio delle monete esterne. In definitiva, se si decide di fissare i tassi di conversione in euro la scelta di quei tassi sarà lasciata al mercato.

Questi vincoli risultano meno rigidi se si decide di fissare i tassi di conversione in euro indirettamente, determinando dapprima i tassi bilaterali. Per rendere ciò legalmente possibile, noi proponiamo una procedura che consiste in due mosse parallele: l'annuncio che i tassi di conversione euro/ecu da adottare saranno i tassi di mercato in ecu relativi all'ultimo giorno prima della terza fase, e il raggiungimento di un accordo sulle strutture dei tassi bilaterali prima del 1° gennaio 1999, che può essere annunciato o meno. Le autorità dei paesi coinvolti dovrebbero poi prendere il risoluto impegno a pilotare i tassi di mercato verso i livelli concordati. Se l'impegno è credibile, i tassi di mercato convergeranno ai tassi di conversione prima che questi ultimi siano fissati irrevocabilmente: i tassi di mercato in ecu, che devono essere pari ai tassi di conversione in euro, risulteranno



allora compatibili con le parità bilaterali e non saranno il risultato finale dei capricci del mercato.

#### BIBLIOGRAFIA

- ARROWSMITH, J. (1996), "The role of exchange-rate arrangements in preparing for EMU", in P. Kenen, ed., "Making EMU happen. Problems and proposals", *Essays in International Finance*, no. 199, International Finance Section, Princeton, August.
- BEGG, D., F. GIAVAZZI, J. VON HAGEN e C. WYPLOSZ (1977), *EMU: Getting the End-Game Right*, Centre for Economic Policy Research, London.
- BROOKES, M. (1996), "Fixing the entry rates for EMU", Goldman Sachs, *EMU Briefing*, no. 7, November.
- DE GRAUWE, P. (1996), "How to fix conversion rates at the start of EMU", *CEPR Discussion Paper Series*, no. 1530, November.
- FOLKERTS-LANDAU, D. e P. GARBER (1995), "Determining the value of a financial unit of account based on composite currencies: the case of the private ECU", *IMF Staff Papers*, vol. 42, no. 1, March.
- GONZALEZ-PACHECO, L. e A. STEINHERR (1996), "A proposal to stabilise the value of the ECU", *EIB Papers*, Special Issue on EMU, vol. 1, no. 1, European Investment Bank.
- GROS, D. e K. LANNOO (1996), "The passage to the Euro", Report of a CEPS Working Party, *Working Party Report*, no. 16, Centre for European Policy Studies, Bruxelles, December.
- KENEN, P. (1995), *Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OBSTFELD, M. (1997), "A strategy for launching the Euro", unpublished manuscript, February.