

La dinamica della convergenza verso l'Unione Monetaria Europea: un commento *

PAOLA CASELLI e GIORGIO GOMEL

1. Premessa

Il contributo di De Grauwe, assai critico nei confronti del Trattato di Maastricht, offre lo spunto per ritornare su ragioni e finalità dei criteri di convergenza (inflazione, tassi di cambio, tassi di interesse a lungo termine, debito e disavanzi pubblici), il cui rispetto, secondo alcuni, potrebbe innescare una recessione in Europa (e conseguentemente provocare ulteriori incrementi di una disoccupazione già assai elevata), oltre ad alimentare un clima di divisione, se non di ostilità, tra i paesi candidati a essere membri dell'Unione.

Le critiche di De Grauwe si possono sintetizzare in tre punti. *Primo*, i criteri di convergenza indicati nel Trattato non sono né necessari né sufficienti a formare un'unione monetaria; essi sono del tutto estranei alla letteratura sulle aree valutarie ottimali, che invece indica nella flessibilità dei prezzi e dei salari, nella mobilità dei fattori produttivi e nell'esistenza di appropriati strumenti di redistribuzione delle risorse (ad esempio, un bilancio federale di rilevanti dimensioni) i requisiti necessari per costituire un'area a valuta unica. *Secondo*, la filosofia che ispira il Trattato, anziché favorire, di fatto ostacolerebbe la convergenza economica desiderata in quanto costringerebbe i paesi "devianti" a politiche monetarie e fiscali deflazionistiche. *Terzo*, poiché i criteri del Trattato non sono idonei a selezionare correttamente i paesi che debbono formare l'Unione, l'attenzione dovrebbe

□ Banca d'Italia, Servizio Studi, Roma.

* Il lavoro riflette esclusivamente le opinioni degli autori e non impegna la responsabilità della Banca d'Italia.

essere spostata dalla convergenza al rafforzamento, sotto il profilo istituzionale, della Banca Centrale Europea che sarà preposta all'attuazione della politica monetaria unica.

Rispetto ai suddetti punti, vorremmo qui proporre alcune contro-argomentazioni che toccano i seguenti aspetti: 1) il rapporto fra i criteri di convergenza del Trattato e la teoria delle aree valutarie ottimali; 2) la posizione dell'Italia, indicata da De Grauwe come esempio emblematico di economia "divergente" e per la quale il perseguimento dei criteri costituirebbe un ostacolo al raggiungimento della convergenza; 3) i problemi insiti nel rafforzamento istituzionale proposto da De Grauwe.

2. Criteri di convergenza e aree valutarie ottimali

De Grauwe argomenta, perentoriamente, che la logica dei criteri di convergenza non ha antecedenti storici: la storia delle unificazioni monetarie non avrebbe contemplato il ricorso a siffatti criteri. La conclusione che ne trae è sbrigativa: i criteri di Maastricht non sarebbero quindi necessari alla formazione di un'unione monetaria. Eppure l'unico esempio che si menziona a sostegno di tale argomentazione è quello della recente unificazione tedesca, assai lontano per caratteristiche dal caso che ci interessa.

De Grauwe ha ragione nell'affermare che i criteri di convergenza del Trattato non traggono fondamento dalla tradizionale letteratura sulle aree valutarie ottimali. Va, comunque, sottolineato che quest'ultima ha come modello di riferimento implicito gli Stati Uniti, un'area a valuta unica caratterizzata, però, da differenze regionali assai marcate per quanto riguarda la struttura produttiva. In tale contesto, in assenza dell'azione riequilibratrice del tasso di cambio, sono indispensabili un elevato grado di flessibilità dei prezzi (e dei salari), un'elevata mobilità dei fattori produttivi e un bilancio federale volto a redistribuire risorse reali affinché gli shock, prevalentemente asimmetrici, possano essere assorbiti. Assai diverso, sotto questo profilo, è però il caso dell'Europa, le cui economie sono invece ben più simili

fra loro;¹ la bassa probabilità di shock asimmetrici renderebbe quindi relativamente meno rilevanti i requisiti di flessibilità dei prezzi e dei salari e di mobilità dei fattori.²

Queste differenze di struttura economica fra Stati Uniti ed Europa erano certo ben presenti al momento in cui venne concepito il Trattato. Questo in parte spiega l'enfasi posta in esso sull'obiettivo della stabilità dei prezzi e sulla necessità di fornire alla politica monetaria un *habitat* consono al perseguimento in piena autonomia di questo obiettivo. Tale enfasi viene oggi generalmente ritenuta eccessiva da coloro che vedono nel progetto di Unione Economica e Monetaria (UEM) l'imposizione di fatto a paesi molto diversi degli obiettivi propri della Bundesbank.

Tale posizione non è, comunque, quella di De Grauwe, che invece si mostra favorevole a una Banca Centrale Europea sul modello di quella tedesca, ma critica piuttosto il fatto che, affinché un paese possa entrare nell'area a valuta unica, esso debba prima registrare un tasso d'inflazione relativamente basso. Infatti, questa non sarebbe una condizione né necessaria, né sufficiente a garantire che la Banca Centrale Europea possa perseguire con successo il suo obiettivo di stabilità dei prezzi.

Il problema è indubbiamente rilevante; probabilmente non bastano alcuni anni di buona *performance* inflazionistica a rassicurare i mercati sulle preferenze antinflazionistiche delle autorità monetarie.³ Altri requisiti sono necessari. Fra questi ci sembra rilevante soprat-

¹ Come noto, su questo punto i risultati delle analisi empiriche non sono completamente univoci. Ad esempio, Bayoumi e Eichengreen (1994) mostrano che, fra i paesi europei, solo quelli del "blocco tedesco" avrebbero strutture produttive assai simili fra loro. Helg *et al.* (1994) raggiungono conclusioni meno definitive: soltanto Grecia, Portogallo e Irlanda presenterebbero, infatti, strutture produttive significativamente diverse dagli altri paesi europei. Anche i risultati di Bini Smaghi e Vori (1993) avvalorano l'ipotesi di una maggiore omogeneità dei paesi europei rispetto agli Stati Uniti.

² Va comunque notato che, negli ultimi anni, la flessibilità del mercato del lavoro in Europa è significativamente aumentata in seguito a riforme strutturali che hanno interessato tutti i paesi; anche la mobilità dei fattori, seppure ancor oggi limitata (specie quella del lavoro), è destinata ad accrescersi in seguito all'attuazione del Mercato Unico.

³ Si può citare, ad esempio, il caso della Francia che negli anni Novanta ha avuto, mediamente, un'inflazione più bassa della Germania. I mercati, tuttavia, hanno tardato a credere nella vocazione antinflazionistica della banca centrale francese, richiedendo significativi premi al rischio sui tassi d'interesse a breve e a lungo termine e attaccando ripetutamente il tasso di cambio.

tutto quello dell'indipendenza delle banche centrali nazionali, requisito posto dal Trattato per l'accesso alla terza fase dell'Unione e che nel dibattito corrente viene quasi sempre dimenticato.⁴

L'obiettivo del Trattato non è quindi quello di eliminare le banche centrali con cattiva reputazione, come sembra sostenere De Grauwe (p. 38), quanto piuttosto di stimolarle a migliorare la propria reputazione attraverso il conseguimento di una bassa inflazione e di una maggiore indipendenza.

Secondo De Grauwe, per garantire che l'inflazione dell'Unione non sia superiore a quella dei paesi virtuosi, sarebbe sufficiente negare il diritto di voto nel Consiglio direttivo ai Governatori dei paesi "divergenti". Tale proposta non solo risulta contraria allo spirito del Trattato, ma ci sembra debole anche dal punto di vista strettamente economico.

Infatti, affinché il risultato detto sopra si verifichi sono necessarie due condizioni particolarmente forti: che i prezzi siano perfettamente flessibili in tutti i paesi (virtuosi e non) e che tutti gli operatori adeguino istantaneamente le proprie aspettative al tasso d'inflazione dei paesi virtuosi. Se queste condizioni non sono soddisfatte, si può facilmente dimostrare che il tasso d'inflazione dell'Unione sarà più elevato di quello dei paesi virtuosi.⁵ Avrebbero quindi ragione la Germania e la Bundesbank a richiedere ai paesi "divergenti" di dimostrare la loro capacità di conseguire bassi tassi d'inflazione prima di essere ammessi a partecipare alla terza fase dell'Unione.

⁴ Il requisito della "convergenza istituzionale" ha indotto già diverse banche centrali europee (Francia, Spagna e Portogallo) a rivedere profondamente i propri assetti normativi e organizzativi, inserendo nei propri Statuti l'obiettivo esplicito di stabilità dei prezzi in conformità a quanto indicato dal Trattato per la Banca Centrale Europea.

⁵ Affinché i prezzi non siano perfettamente flessibili è sufficiente che in alcuni paesi la contrattazione salariale avvenga su un orizzonte di due o più periodi (cfr. Bini Smaghi e Del Giovane 1992). Ciò comporterebbe, nel primo anno di vita dell'UEM, un tasso d'inflazione più elevato di quello atteso dagli operatori e annunciato dalla Banca Centrale Europea. In tali circostanze è assai probabile che la credibilità di quest'ultima sarebbe compromessa anche se i Governatori dei paesi "divergenti" non avessero partecipato all'attuazione della politica monetaria dell'UEM.

3. L'Italia

Nel lavoro di De Grauwe l'Italia funge da paradigma di economia "divergente", per la quale il sentiero di convergenza tracciato sulla base dei criteri di Maastricht sarebbe disfunzionale rispetto agli stessi obiettivi di convergenza; peggio, sarebbe dannoso all'economia in termini di reddito e di occupazione. Il circolo "fatalisticamente" vizioso che egli prefigura come inevitabile per l'Italia è il seguente: la cattiva reputazione antinflazionistica costringe a misure di deflazione con elevati costi in termini di accresciuta disoccupazione; nella transizione, prima che l'inflazione si riduca, il cambio della lira, fissato nominalmente in virtù del rispetto del relativo criterio di convergenza, si apprezza in termini reali; ciò innescherà un attacco speculativo, che forzerà un'ulteriore svalutazione e una ripresa dell'inflazione (p. 37).

In sintesi, la cattiva reputazione della Banca d'Italia nell'opporci all'inflazione viene "eliminata" in un'unione monetaria che si configura come una riforma monetaria che "elimina" in un sol colpo Banca d'Italia e lira; l'inflazione attesa ed effettiva rapidamente decresce; l'economia converge.

A parte le forzature di giudizio, l'argomentazione di De Grauwe rovescia tempi e nessi causali: sarebbe l'Unione Monetaria che assicura la convergenza, non la convergenza che è preconditione della partecipazione dell'Italia all'Unione Monetaria. Tutto l'argomentare di De Grauwe si regge sull'asserzione che il persistere dell'inflazione dipenda dalla cattiva reputazione delle autorità italiane, piuttosto che dagli squilibri della finanza pubblica. Se invece così è, come crediamo, allora è interesse primario dell'Italia conseguire migliori equilibri di bilancio prima d'entrare nell'UEM; solo in questo modo, infatti, è possibile garantire il massimo beneficio in termini di minori tassi d'interesse.

De Grauwe assume nell'esercizio numerico di p. 43 che con l'avvio dell'UEM i tassi d'interesse a lunga scendano automaticamente e immediatamente fino ad eguagliare i tassi prevalenti in Germania, ben prima che si soddisfi il criterio del 3% per l'incidenza del disavanzo pubblico sul Pil. Ma non è così: a diversi valori del rapporto disavanzo/Pil e debito/Pil si assoceranno diversi valori di premio al rischio, e quindi diversi livelli dei tassi a lunga per un periodo di tempo significativo dopo l'avvio dell'UEM; prevarrebbe,

quindi, un tasso d'interesse medio dell'area superiore a quello della Germania.

4. Il rafforzamento istituzionale

De Grauwe ha certamente ragione nell'asserire l'importanza per il successo della costruzione europea di un rafforzamento delle istituzioni, al di là di quanto il Trattato con le sue carenze in questo ambito contempli. Non crediamo, peraltro, che questo rafforzamento possa essere disgiunto dal processo di convergenza, né pensiamo che esso possa da solo, miracolosamente, assicurare una transizione efficiente all'UEM.

Due punti meritano un'attenta considerazione.

Il primo concerne la Banca Centrale Europea: a chi essa deve rispondere del conseguimento o meno dei propri obiettivi di prezzi stabili. De Grauwe ritiene che la definizione di una procedura di licenziamento del Consiglio direttivo della Banca, qualora esso mancasse all'obiettivo prefissosi di preservare la stabilità dei prezzi, costituirebbe un incentivo efficace. Si prefigurerebbe, in altri termini, un contratto simile a quello in vigore in Nuova Zelanda dove il Governatore della banca centrale può essere licenziato qualora non venga conseguito l'obiettivo annunciato in termini di tasso d'inflazione.

Nel caso dell'UEM, il Trattato prescrive che il Consiglio direttivo sia nominato dai Governi degli stati membri, dopo consultazioni con il Parlamento Europeo e con i Governatori delle banche centrali nazionali; si può ritenere che un'analoga procedura si applichi nel caso di licenziamento? Altrimenti, qualora la Banca Centrale Europea non fosse chiamata a dare conto delle sue attività e dei risultati conseguiti ad alcuna istanza a essa esterna, la sua stessa credibilità ne soffrirebbe.

Il secondo punto concerne la disciplina di bilancio e la sua osservanza nel regime di unione monetaria. Sebbene la filosofia e l'ispirazione di fondo del Trattato presuppongano che, avviatasi la terza fase dell'Unione, il vincolo della disciplina di bilancio continui a operare, i meccanismi messi in atto dal Trattato stesso non appaiono sufficienti ad assicurare la piena osservanza di regole "virtuose" di finanza pubblica. Lo stesso limite del 3% del rapporto tra disavanzo

pubblico e prodotto – una delle condizioni da soddisfare per l'ingresso nell'Unione – può essere troppo elevato. In alternativa, si può stabilire un obiettivo di medio termine (depurato degli effetti ciclici) per la media dell'Unione di un bilancio prossimo al pareggio, con le opportune differenziazioni e graduazioni nazionali in funzione delle disparità di condizioni iniziali nei livelli del disavanzo e del debito, nonché delle necessità di alcune economie meno progredite di convergere verso i livelli di reddito pro capite di quelle più prospere e di finanziare quindi gli investimenti pubblici a tal fine.

Anche qualora si passasse a vincoli più cogenti, sussisterebbe un problema di rispetto degli stessi: quali "sanzioni" si devono prospettare per "punire" i comportamenti devianti o perché agiscano da deterrenti contro la potenziale devianza?

Il Trattato, nell'articolo 104 C che illustra dettagliatamente la procedura dei disavanzi eccessivi, contempla una sequenza di sanzioni che giungono per gli stati membri inadempienti alla pubblica censura, all'imposizione di multe o di depositi infruttiferi presso la Comunità. Sanzioni lievi nel raffronto con quelle che vigono prima dell'adesione, cioè la non ammissione alla terza fase dell'Unione.

Come è possibile assicurare mercati finanziari, opinioni pubbliche, governi dei partner che la disciplina di bilancio sarà mantenuta in una situazione in cui un paese membro non può essere espulso dall'Unione alla quale è stato ammesso e in cui i governi nazionali hanno ancora piena autonomia sui rispettivi bilanci? Riteniamo che l'unica via possibile sia quella di inserire esplicitamente nelle costituzioni nazionali norme che recepiscano gli obiettivi di finanza pubblica fissati per l'Unione che, pertanto, diventerebbero vincolanti anche per i governi futuri.

BIBLIOGRAFIA

- BAYOUMI T. e EICHENGREEN B. (1994), "One money or many? Analyzing the prospects for monetary unification in various parts of the world", *Princeton Studies in International Finance*, no. 76, November.
- BINI SMAGHI L. e DEL GIOVANE P. (1992), "Convergence of inflation, prerequisite for EMU", Banca d'Italia, *Temi di Discussione*, no. 186.
- BINI SMAGHI L. e VORI S. (1993), "Rating the EC as an optimal currency area", *Temi di Discussione*, no. 187, Banca d'Italia.
- HELG R., MANASSE P., MONACELLI T. e ROVELLI R. (1994), "How much (a)symmetry in Europe? Evidence from industrial sectors", *CESPRI Working Paper*, November.