

Mantenersi in contatto con l'Unione Monetaria Europea: un'opzione radicale per un paese ritardatario

GIORGIO BASEVI

1. Introduzione

È difficile scrivere un articolo sull'Unione Monetaria Europea (UME) agli inizi del 1996: quasi tutto di quanto si potrebbe dire in proposito dal punto di vista dell'economia positiva è già stato detto, mentre argomentazioni economiche a carattere normativo corrono il rischio di diventare obsolete già al momento della pubblicazione dell'articolo. Infatti il progetto di Maastricht potrebbe essere abbandonato, rinviato o archiviato per un tempo indefinito: tutte possibilità da non escludersi al momento.

Di fronte a tale difficoltà, suggeriamo e analizziamo qui una proposta che ha l'ambizione, forse azzardata, di essere valida per diverse stagioni, nel senso di fornire un quadro istituzionale per la politica monetaria, che potrebbe essere utile per un paese ritardatario, come l'Italia, sia qualora il progetto di Maastricht dovesse procedere secondo il programma previsto, sia nel caso esso fosse parzialmente o completamente abbandonato. In quanto segue, tuttavia, supporremo in generale che il disegno di Maastricht non sarà completamente rivisto o abbandonato.¹

Con l'avvicinarsi della data di apertura della Conferenza inter-governativa dell'Unione Europea, il futuro dell'unificazione mone-

□ Università di Bologna, Dipartimento di scienze economiche, Bologna.

¹ Paolo Onofri e Davide Squarzoni hanno fornito commenti e assistenza di calcolo che sono stati di grande aiuto nella preparazione di questo articolo.

taria sembra dipendere sempre di più da valutazioni politiche dei suoi aspetti economici.

Così, nell'attuale dibattito sull'UME, particolarmente in Italia, sono state sostenute posizioni che sono valide sul piano economico, e possono quindi essere condivise su tale piano, eppure dibattute e contrastate su quello politico. In particolare, rispetto alla strategia prescelta dal Trattato di Maastricht e ai criteri di convergenza che la caratterizzano, la maggior parte degli economisti sono d'accordo nel ritenere che vi sono pericoli insiti nell'approccio gradualistico all'unificazione monetaria, e ammettono che i criteri di convergenza previsti dal Trattato hanno scarso significato economico: in ogni caso, sono condizioni economicamente né necessarie né sufficienti per il raggiungimento dell'obiettivo finale dell'unificazione monetaria.

È anche possibile argomentare che strategie alternative a quella di Maastricht sarebbero state preferibili. Tuttavia, poiché nell'ultimo anno e, con ritmo più accelerato, negli ultimi mesi, il carattere politico del dibattito ha decisamente preso il sopravvento su quello tecnico-economico, è necessario fare i conti con tale realtà. Lungi dal tradire il proprio ruolo come economista, ciò significa riconoscere che, alla fine, è sul piano politico che scelte economiche di tale portata vanno necessariamente fatte.

Da questo punto di vista i criteri di convergenza di Maastricht non sono altro che condizioni politiche, che la Germania in particolare ha posto per poter convincere i propri cittadini e gli investitori internazionali che l'abbandono del marco e dell'indipendenza monetaria della Bundesbank non costituiscono un salto nel buio.

Tuttavia il gioco al rincaro del prezzo della partecipazione all'UME – un gioco che più o meno ufficialmente le autorità tedesche hanno giocato nell'ultimo anno – può essere giustificato sia come una conferma del carattere politico dei criteri di convergenza, a fronte di una crescente riluttanza dell'opinione pubblica tedesca ad accettare tale abbandono; sia, nel senso opposto, come il tentativo "machiaavellico" di indurre i partner europei ad assumersi la responsabilità di rinunciare all'impresa. In sostanza tale gioco può essere interpretato sia come l'irrigidirsi di una strategia perseguita in buona fede, sia, al contrario, come un bluff impostato su un ripensamento dell'intero progetto.

D'altra parte ci sembra si possa ormai riscontrare un elemento di bluff anche nell'interpretazione benevola della posizione tedesca, cioè quella dell'irrigidimento di una strategia, che per altro continuerebbe a essere perseguita in buona fede.

Infatti l'esclusione di paesi come l'Italia dal novero di quelli che inizierebbero per primi a far parte dell'UME – un'esclusione resa ancora più probabile da tale irrigidimento – acuirebbe il pericolo di comportamenti non cooperativi da parte dei paesi esclusi, con conseguenti spinte disgreganti per l'Unione Europea (UE), tali da mettere a rischio la stessa sua natura di mercato integrato per merci, servizi, attività produttive. Quindi la posizione di irrigidimento potrebbe essere un bluff, mirato a indurre tali paesi ad adottare politiche sufficientemente rigorose da far apprezzare le loro monete rispetto al marco, e quindi ridurre la pressione competitiva sui produttori tedeschi.

Se, in un modo o nell'altro, questo è il gioco, allora paesi come l'Italia potrebbero essere tentati di andare a "vedere" il bluff, rinunciando alla possibilità di far parte dell'UME e andando per la propria strada, senza la camicia di forza dei criteri di convergenza.

Infatti è possibile che una tale minaccia induca il governo tedesco a riconsiderare la sua strategia, dando maggior peso alle pressioni provenienti da industriali e sindacati all'interno della Germania. Con una tale minaccia, tuttavia, l'Italia farebbe una pericolosa scommessa, poiché è difficile che il governo tedesco riesca a piegare alle ragioni della politica, per la seconda volta in meno di un decennio, l'indipendenza della Bundesbank. Quando questa si piegò al governo, in occasione dell'unificazione monetaria fra le due Germanie, l'opinione pubblica era ovviamente in favore dell'abbandono del marco orientale per il Deutsche Mark, qualunque fosse il meccanismo tecnico e il costo dell'operazione. In questa seconda occasione, invece, la Bundesbank avrebbe dalla sua parte la stessa opinione pubblica.

Sarebbe quindi estremamente pericoloso per paesi come l'Italia andare a "vedere" tale bluff. In assenza di una più generale riconsiderazione del disegno di Maastricht da parte degli altri principali paesi, e soprattutto da parte della Francia, sembra più in linea con gli interessi politico-economici di paesi come l'Italia la strategia di andare a "vedere" l'altro tipo di bluff – se ce n'è uno nella posizione della Germania – cioè di giocare in buona fede, anzi in modo ancora più rigoroso di quanto non già programmato finora, la partita dei criteri di convergenza, e lasciare al paese leader la responsabilità di confessare, quando verrà il momento, che di essi non se ne farà più nulla.

È tuttavia necessario delineare una strategia per tali paesi, e più particolarmente per l'Italia, che sia in grado di tenerli legati ai paesi

leader dell'Europa in entrambi i casi, cioè sia nel caso di un progresso effettivo, anche se parziale, nel programma di Maastricht, sia nel caso di un suo abbandono.

2. Le opzioni per un paese ritardatario

Come è ben noto, l'Italia non sarà in regola, alla data del 1° gennaio 1999, con tutti i criteri di convergenza, se questi saranno strettamente applicati. In particolare, non potrà in alcun modo aver rispettato il criterio relativo al rapporto debito pubblico/Pil.

In tale situazione, vi sono alcune possibilità che restano aperte. Una prima è quella di accelerare da parte dell'Italia la velocità di convergenza; un'altra è di cercar di convincere gli altri paesi a prolungare ulteriormente il periodo preparatorio all'UME; una terza possibilità è di seguire, anche se in ritardo, l'esempio del Regno Unito e invocare la clausola di *opting out*; una quarta e più radicale possibilità è di cercare nuove strade verso l'unificazione monetaria, come la terapia d'urto della riforma monetaria. Abbiamo altrove argomentato (Basevi 1995) contro le prime tre possibilità. Consideriamo quindi solo la quarta.

2.1. Nuove strade verso l'unificazione monetaria: approcci collettivi

Gli approcci più radicali all'unificazione monetaria possono essere classificati in approcci *collettivi*, che si riferiscono cioè all'intero gruppo dei membri dell'UE o ad un loro sottoinsieme, e approcci *individuali*, che si riferiscono cioè a paesi singoli. Essi possono anche essere classificati in due tipi: *cooperativi* e *non cooperativi*.

Se consideriamo gli approcci *collettivi* di tipo *cooperativo*, una proposta interessante è quella suggerita da De Grauwe (1995). Questa è basata sul riconoscimento sincero che la Germania non ha interesse a formare un'unione monetaria con paesi che sono o più inflazionisti o meno credibili. In aggiunta essa riconosce le debolezze intrinseche all'approccio condizionale e graduale, che caratterizza il disegno di Maastricht. La proposta alternativa, che l'autore suggerisce, è basata su tre principi:

a) tutti i paesi membri dell'UE sono qualificati a far parte dell'UME. Quelli che sono disposti a farne effettivamente parte dovranno impegnarsi a entrarvi a una data fissata in anticipo;

b) tutti i criteri di convergenza vengono abbandonati, cioè non sono più considerati quali precondizioni per far parte dell'UME;

c) tutte le altre regole definite nel Trattato di Maastricht restano in vigore. Ciò significa che i paesi cederanno la propria sovranità monetaria alla Banca Centrale Europea (BCE), che emetterà la nuova moneta europea al posto delle monete nazionali; significa anche che la BCE sarà politicamente indipendente e ad essa sarà vietato di finanziare disavanzi pubblici.

Come sottolineato dal proponente, «la filosofia sottostante questa strategia alternativa è che la partecipazione all'Unione sarà determinata dalla libera scelta di ciascun paese membro dell'UE. Quei paesi che ritengono sia nel loro interesse partecipare, lo potranno fare liberamente. Non potranno esserne esclusi dagli altri (come è il caso secondo il Trattato di Maastricht). Quelli che ritengono non sia nel loro interesse partecipare, saranno liberi di rimanere fuori dall'Unione» (De Grauwe 1995, p. 489).

Il primo vantaggio di questa strategia è che essa evita che si verifichino conflitti politici inerenti alla questione della partecipazione. Sarà chiaro molto in anticipo chi farà parte del club e chi ne sarà escluso.

Un secondo vantaggio della strategia è che essa riconosce esplicitamente gli scarsi incentivi della Germania a partecipare all'Unione Monetaria, e che crea per la Germania migliori incentivi a parteciparvi. Infatti, se la Germania decidesse, almeno inizialmente, di restarne fuori, la variabilità del cambio reale del marco probabilmente aumenterebbe, poiché esso fluttuerebbe rispetto alla moneta comune dell'Unione. Ciò creerebbe un costo per la Germania dovuto al restar fuori dall'Unione. Tuttavia i paesi dell'Unione avrebbero un incentivo a rendere la loro moneta comune altrettanto stabile, e quindi attraente, del marco. L'indipendenza della loro banca centrale sarebbe determinante in ciò, e quindi la loro Unione diventerà più attraente per la Germania. Contrariamente al caso del Trattato di Maastricht, per cui un buon comportamento passato sul fronte dell'inflazione non garantisce alla Germania che i rappresentanti nazionali si comporteranno ugualmente bene una volta che l'Unione sarà formata, in questa alternativa la Germania non «salta nel buio. Può fare il passo defini-

tivo una volta convinta dall'esperienza che la Banca Centrale Europea è determinata a mantenere l'inflazione bassa» (De Grauwe 1995, p. 490).

Nel proporre questa strategia alternativa, l'autore non ne nasconde le difficoltà politiche e la natura provocatoria. Tuttavia, una ragione per la quale la riportiamo qui è che tale strategia produrrebbe in modo cooperativo un risultato che altrimenti rischia di verificarsi in modo non cooperativo e quindi più distruttivo, cioè in un modo in cui l'Unione potrebbe formarsi in opposizione alla Germania e alla sua leadership. Le conseguenze politiche ed economiche di una versione non cooperativa di tale strategia sarebbero distruttive per l'UE.

Infatti il pericolo di risultati non cooperativi del processo verso l'UME non dovrebbe essere preso alla leggera. Il minimo che può accadere è la minaccia, o l'effettiva attuazione, di svalutazioni competitive da parte di un gruppo di paesi lasciati fuori dall'UME. Abbiamo già avuto un assaggio di ciò recentemente, nella forma di proteste ufficiali da parte del governo francese a proposito del vantaggio competitivo "sleale" che l'Italia avrebbe ottenuto attraverso la sequenza di deprezzamenti della lira a partire dal settembre 1992.

Di fronte a tali accuse e minacce, i paesi più inflazionisti ed esclusi dall'UME potrebbero costituire un fronte comune, formando una qualche sorta di accordo monetario fra di loro. Esso sarebbe probabilmente difficile da gestire sia tecnicamente che politicamente, e costituirebbe una strada pericolosa da intraprendere. Ciò che potrebbe essere meno improbabile e, sia economicamente che politicamente, più giustificabile sarebbe la formazione di un gruppo di paesi ritardatari sotto la leadership informale del Regno Unito. Una tale prospettiva potrebbe diventare una minaccia più credibile, quale alternativa all'area monetaria centro-europea, soprattutto nel caso in cui il gruppo fosse sostenuto economicamente e politicamente da legami più stretti con l'area del dollaro. In tal caso, sarebbe anche possibile che la Francia preferisse di far parte di tale area alternativa.

Gli scenari che tali sviluppi aprono alla fantasia non sono certamente rassicuranti per l'unificazione economica e politica europea. Li delineiamo pertanto nella speranza che essi possano rimanere altrettanto improbabili quanto sono politicamente poco attraenti.

2.2. Un approccio individuale: l'opzione del "currency board"

Vogliamo ora considerare una strategia alternativa che un paese come l'Italia, ritardatario rispetto a quelli che per primi formeranno l'UME, potrebbe seguire individualmente per superare la spiacevole posizione di esser lasciato fuori al freddo, anche se temporaneamente. Questa strategia alternativa appartiene alla classe delle terapie d'urto e in particolare alle riforme monetarie, ma ha caratteristiche specifiche al caso italiano.²

Secondo tale strategia, l'Italia rientrerebbe nel meccanismo di cambio dello SME e, allo stesso tempo, rinunciarebbe alla sua indipendenza monetaria, anticipando quanto sarebbe comunque il risultato della fase finale dell'UME. Facendo ciò, eliminerebbe definitivamente il timore di comportamento non cooperativo attraverso svalutazioni competitive; un timore che i paesi che per primi prenderanno parte all'UME avrebbero altrimenti nei confronti di un paese ritardatario come l'Italia.

Come ben noto, la base per l'espansione dell'offerta di moneta può derivare da tre fonti: le operazioni di credito interno della banca centrale, il finanziamento monetario del Tesoro, le operazioni della banca per bilanciare il saldo della bilancia dei pagamenti. Il Trattato di Maastricht, vietando il finanziamento monetario dei disavanzi pubblici, ha chiuso la seconda fonte. Rimangono aperte le altre due. Nella strategia proposta qui l'Italia, e possibilmente altri paesi ritardatari, chiuderebbero anche la prima fonte di offerta di moneta.

La Banca d'Italia ridurrebbe le proprie funzioni a quelle di un *currency board*, creando o distruggendo base monetaria solo attraverso il cambio della propria moneta contro monete straniere, cioè attraverso la bilancia dei pagamenti, a tasso di cambio fisso. In altre parole, la Banca d'Italia controllerebbe ancora la base monetaria, ma solo attraverso le sue operazioni sui cambi, non attraverso la politica di credito interno.³

² La strategia è stata presentata in varie occasioni e con piccole varianti in Prometeia (1994 e 1995), e in *Maastricht Watch* (1995). Per un suggerimento molto recente di un *currency board*, si veda anche Giovannini (1995).

³ In una forma più radicale di questa proposta, le riserve internazionali della Banca d'Italia sarebbero trasferite per la loro gestione all'Istituto Monetario Europeo (IME), che diventerebbe il *currency board* dell'Italia. Questa seconda soluzione dovrebbe essere possibile sulla base dell'articolo 6 del Protocollo 4 del Trattato di Maastricht, che regola lo statuto dell'IME, in particolare i paragrafi 2 e 4.

Una tale riforma monetaria potrebbe essere attuata in una sequenza di passi, sulla base di un pacchetto di annunci: (i) che la lira rientrerà nel meccanismo di cambio dello SME con una parità "tonda", ad esempio di 2000 lire per un ecu;⁴ (ii) che a tempo debito una nuova lira verrà emessa pari a 2000 vecchie lire; (iii) che la Banca d'Italia creerà o distruggerà base monetaria solo attraverso le operazioni sui cambi necessarie a mantenere la lira alla sua parità; (iv) che a tempo debito la nuova lira verrà sostituita dall'ecu, o dalla nuova moneta che prenderà il posto dell'ecu (ora l'euro) quale moneta comune dell'UME, quando questa sarà istituita.

È chiaro che la creazione di una lira "pesante" sarebbe di per sé soltanto un elemento nominale; eppure, quale parte della proposta, essa è strumentale sia nel sottolinearne la natura definitiva, sia nel rendere più accettabile l'abbandono della sovranità monetaria. Quest'ultimo aspetto non dovrebbe essere sottovalutato neppure in un paese come l'Italia, che ancora appare nelle posizioni di testa fra i paesi che sono favorevoli all'unificazione monetaria europea.

La proposta, come alcune di quelle presentate dagli economisti, quali ad esempio quella di De Grauwe riassunta sopra, può apparire *naïve* o troppo avventurosa. Tuttavia, prima di rigettarle tutte, dovremmo riflettere su come l'architettura monetaria disegnata dal Trattato di Maastricht sia sempre più rischiosa e possibilmente dirompente per l'intera struttura cooperativa dell'UE, quanto più ci avviciniamo alla sua fase finale.

3. Un esercizio di simulazione

Al fine di valutare gli effetti della proposta di *currency board*, abbiamo cercato di simularne il funzionamento, usando un modello econometrico dell'economia italiana.⁵

Abbiamo dapprima esplorato cosa sarebbe potuto accadere se l'istituzione del *currency board* avesse avuto luogo dopo che la lira temporaneamente avesse raggiunto e tenuto il livello di circa 1000

⁴ Una parità alternativa, purtroppo ormai probabilmente troppo bassa, sarebbe di 1000 lire per un marco tedesco.

⁵ Il modello è quello che Prometeia usa per fornire previsioni sull'economia italiana ogni trimestre a Bologna.

lire per un marco. Ciò sia perché tale livello fu raggiunto nel periodo di presentazione della legge finanziaria per il 1995, durante l'estate del 1994, prima che fattori esogeni o non-economici – le nuove incertezze politiche internamente, la crisi messicana esternamente – cominciassero a indebolire nuovamente la lira alla fine del 1994; sia perché l'attrattiva di un tasso di cambio "tondo" di 1000 lire per un marco avrebbe potuto costituire la base per convertire la vecchia lira nella nuova lira "pesante" proprio al facile tasso di conversione di 1000 a 1, per poi tenere fissa la parità fra lira pesante e marco 1 a 1. Pertanto il periodo di inizio per questa simulazione sul modello econometrico è il primo trimestre del 1995.

Alternativamente abbiamo esplorato gli effetti dell'istituzione del *currency board* al periodo attuale, cioè agli inizi del 1996, fissando la parità direttamente rispetto all'ecu, al tasso di 2000 lire per 1 ecu (e quindi il tasso di conversione della vecchia lira nella nuova lira "pesante" a 2000 vecchie lire per 1 lira pesante). Pertanto il periodo di inizio per questa seconda simulazione econometrica è il primo trimestre del 1996.

In entrambi i casi abbiamo considerato che il limite imposto alla capacità della Banca d'Italia di offrire moneta solo quale *currency board* non fosse pienamente credibile fin dall'inizio. Pertanto abbiamo supposto che il differenziale fra tassi di interesse interni ed esteri (della Germania) non cadesse immediatamente a zero, bensì inizialmente "solo" a 1,5 punti percentuali, per poi diminuire progressivamente fino a raggiungere zero alla fine del 1997.⁶

Consideriamo alcuni dei risultati della prima simulazione. La tabella 1 mostra, per le variabili che sono più importanti nel dibattito di Maastricht, la differenza fra il loro percorso nella simulazione e il percorso che esse hanno effettivamente seguito, o che è previsto seguano, in assenza di *currency board*, cioè secondo l'attuale regime di cambio e le attuali caratteristiche istituzionali delle autorità monetarie italiane.⁷

Dalla tabella 1 risulta che il tasso d'inflazione cade sensibilmente durante il primo anno dell'esercizio, ma poi riprende quota, sorpassa

⁶ Questa è una misura rozza dell'ordine di grandezza attuale del "rischio politico" per il debito della Repubblica Italiana, misurato dalla differenza fra tassi di interesse per titoli denominati nella stessa moneta, ma emessi da altri paesi o organismi internazionali.

⁷ Il percorso previsto è quello pubblicato da Prometeia nel *Rapporto di previsione* del dicembre 1995.

TABELLA 1

CURRENCY BOARD CON NUOVA PARITÀ DI 1000 LIRE = 1 DM DAL 1995.1

	1995	1996	1997	1998
Inflazione prezzi al consumo (%)				
controllo	5,3	4,7	4,6	4,0
simulazione	3,4	4,2	5,1	4,1
differenza	-1,9	-0,5	0,5	0,1
Crescita Pil (%)				
controllo	3,0	2,2	2,0	2,5
simulazione	1,1	3,4	2,6	1,8
differenza	-1,9	1,2	0,6	-0,7
Rapporto deficit/Pil (%)				
controllo	7,7	6,7	5,1	4,1
simulazione	6,1	4,5	3,2	2,4
differenza	-1,6	-2,2	-1,9	-1,7
Rapporto debito/Pil (%)				
controllo	123,3	122,4	120,1	116,6
simulazione	123,1	121,0	115,9	111,6
differenza	-0,2	-1,4	-4,2	-5,0
Saldo di conto corrente (miliardi di lire)				
controllo	40207	44036	60613	68031
simulazione	32302	29317	47890	59202
differenza	-7905	-14719	-12723	-8829

e successivamente si assesta sullo stesso cammino che avrebbe seguito nella soluzione di controllo.

Questo risultato è particolarmente deludente. Infatti la proposta di un *currency board* – quale ricetta per la stabilizzazione monetaria in alcuni paesi già iper-inflazionisti (in particolare l'Argentina), o per impedire a un paese come l'Italia di andare alla deriva se incapace di essere membro dell'UME fin dal suo inizio – è basata sul potenziale anti-inflazionistico che il meccanismo del *currency board* teoricamente dovrebbe avere. Mentre tale potenziale sembra essere stato in opera nel caso dell'Argentina, almeno fino ad oggi, il nostro esercizio di simulazione per l'economia italiana sembra avere meno successo. Su tale base, il funzionamento di un *currency board*, almeno sull'orizzonte temporale rilevante per il periodo probatorio dei criteri di Maastricht (1996-97), non sembra garantire la convergenza del tasso di inflazione italiano al livello di quelli dei paesi più virtuosi dell'UE. Dobbiamo pertanto esaminare le ragioni di tale fallimento nell'esercizio in esame, ragioni che potrebbero risiedere sia nelle inadeguatezze del modello econometrico sia nel disegno dell'esercizio.

La ripresa dell'inflazione dal secondo anno della simulazione è in parte dovuta alla ripresa della crescita del Pil. Più fondamentale, tuttavia, essa è dovuta ai bassi tassi d'interesse (nominali, ma soprattutto reali) che alimentano tale maggior crescita. Questi sono stati ridotti drasticamente e immediatamente all'inizio del periodo di simulazione, per poi essere ulteriormente e gradualmente diminuiti nel modo spiegato sopra. Per rendere una tale caduta dei tassi coerente con la struttura dell'economia, il modello deve permettere una notevole espansione della quantità di moneta,⁸ tutta derivante dall'afflusso di base monetaria attraverso la bilancia dei pagamenti. Tale aumento sembra improbabile, alla luce sia dell'esperienza storica italiana, sia del probabile modo di operare del *currency board* se questo venisse adottato dall'Italia nella situazione attuale.⁹ In altre parole è improbabile che i mercati eliminino, fin dall'inizio, qualsiasi premio di rischio di cambio sui tassi d'interesse italiani (in lire) e lascino invece diminuire progressivamente il rischio paese, come abbiamo supposto. È più probabile che i tassi d'interesse siano più elevati e gli afflussi di capitale più bassi. Di conseguenza l'inflazione, ma anche la crescita, potrebbero essere più basse e più in linea sia con talune esperienze storiche (di nuovo l'Argentina), sia con il risultato mirato del *currency board*, che è di concorrere al raggiungimento dei criteri di convergenza di Maastricht, piuttosto che di permettere una maggior crescita.

Potremmo quindi considerare i risultati della nostra simulazione come dovuti a un esercizio disegnato in modo da delineare uno scenario, il meno favorevole per la proposta in oggetto, almeno dal punto di vista dell'inflazione. Uno scenario disegnato con una meno rozza e radicale riduzione dei tassi d'interesse potrebbe risultare sia più credibile, sia meno orientato a produrre il pericolo di eccessivi afflussi a breve di capitali e il conseguente lassismo monetario, che potrebbero alla fine provocare crisi di tipo messicano (o argentino?), nel caso in cui l'Italia non fosse in grado, per ragioni politiche o altre, di completare la strategia in esame con la sua effettiva accettazione nell'UME.

⁸ Nel primo anno l'elasticità "totale" della quantità di moneta (M2) rispetto al Pil raddoppia.

⁹ Si noti che una parte maggiore dell'aumento totale di base monetaria deve provenire da afflussi di capitali. Infatti, poiché il tasso di cambio è mantenuto fisso rispetto alla soluzione di controllo, la bilancia dei pagamenti di conto corrente si deteriora nella soluzione di *currency board*.

Più soddisfacenti, d'altra parte, sono i risultati dell'esercizio, in termini dei due criteri di convergenza fiscale del Trattato di Maastricht. In particolare, la tabella 1 mostra come il rapporto richiesto in termini di deficit/Pil è senz'altro raggiunto per il 1997 e ulteriormente ridotto nel 1998. Per quanto riguarda il rapporto debito/Pil, sebbene esso migliori, non può certo cadere, in un periodo di tempo così limitato, al di sotto del criterio di convergenza richiesto.

In ogni caso, il successo relativo dell'esercizio su questi due fronti è il lato positivo della caratteristica deludente discussa sopra: infatti, la drammatica e improvvisa riduzione dei tassi d'interesse contribuisce fortemente al miglioramento della situazione di bilancio di un settore pubblico pesantemente indebitato.

Consideriamo ora il secondo esercizio, che si suppone cominci durante il primo trimestre del 1996 e si riferisca all'ecu al tasso di 2000 lire per 1 ecu. I risultati principali sono presentati nella tabella 2. Essi non sono sostanzialmente differenti da quelli del primo esercizio. La principale differenza sta nel rapporto debito/Pil, a seguito della più rapida riduzione dei tassi d'interesse, che risulta dall'essere costretta in un periodo di tempo più breve.

Nel complesso sembra che - a parte le difficoltà istituzionali e tecniche connesse alla riduzione delle funzioni della Banca d'Italia a quelle di un *currency board* sul piano della sua capacità di creare base monetaria - i risultati delle simulazioni econometriche non siano del tutto soddisfacenti.

4. Osservazioni conclusive

Gli esercizi di simulazione presentati nella sezione precedente circa i possibili effetti che l'istituzione di un *currency board* avrebbe sul cammino dell'economia italiana non sono, e non possono essere, conclusivi. Da un lato, la riforma qui proposta, sebbene radicale, tocca solo gli aspetti monetari dei criteri di convergenza di Maastricht, anche se i suoi effetti più benefici si verificano, paradossalmente, dal lato fiscale, a seguito della riduzione dei saggi d'interesse. D'altro lato, simulazioni econometriche non possono fornire più che suggerimenti di come l'economia reagirebbe a un tale mutamento strutturale. Infatti tale mutamento non può non influenzare il com-

TABELLA 2

CURRENCY BOARD CON NUOVA PARITÀ DI 2000 LIRE = 1 ECU DAL 1996.1

	1996	1997	1998
Inflazione prezzi al consumo (%)			
controllo	4,7	4,6	4,0
simulazione	4,4	5,1	4,0
differenza	-0,3	-0,5	0,0
Crescita Pil (%)			
controllo	2,2	2,0	2,5
simulazione	2,9	2,4	1,7
differenza	0,7	0,4	-0,8
Rapporto deficit/Pil (%)			
controllo	6,7	5,1	4,1
simulazione	4,6	2,8	2,6
differenza	-2,1	-2,3	-1,5
Rapporto debito/Pil (%)			
controllo	122,4	120,1	116,6
simulazione	118,5	114,0	110,5
differenza	-3,9	-6,1	-6,1
Saldo di conto corrente (miliardi di lire)			
controllo	44036	60613	68031
simulazione	30612	47036	61631
differenza	-13424	-13577	-6400

portamento di agenti economici in un modo che non è incorporato in stime econometriche del loro comportamento passato. Pertanto sarebbe necessaria un'analisi più ravvicinata delle esperienze effettive di *currency boards*.

Tuttavia, alla fin fine, soltanto l'esperienza che la riforma stessa produrrebbe sul "paziente" è la risposta definitiva. Sotto questo aspetto, la nostra opinione è che, sebbene la proposta possa sembrare una soluzione estrema ed eccessiva all'*impasse* in cui un paese ritardatario quale l'Italia si verrebbe a trovare, valga la spesa provarla; particolarmente se si considera che, dopo tutto, il suo principale aspetto politico-economico, cioè l'effettiva perdita di sovranità monetaria, non è altro che un'anticipazione di quanto in ogni caso risulterebbe dal partecipare all'UME.

A ciò si potrebbe obiettare che la partecipazione all'UME non sarebbe una perdita completa di sovranità monetaria, poiché la BCE sarebbe la banca centrale di tutti i paesi che partecipano all'UME. Tuttavia, poiché la BCE dovrà essere indipendente da influenze

politiche e, per le ragioni tanto spesso richiamate nel dibattito corrente, altrettanto anti-inflazionista che la Bundesbank, non è ovvio che cosa un paese perderebbe cedendo a tale istituzione la propria indipendenza monetaria individualmente – come nel caso in cui fissasse la sua parità nei confronti dell'ecu – anche senza partecipare pienamente all'UME. Vero è che, per quanto riguarda il periodo precedente l'effettivo inizio dell'UME, la soluzione del *currency board* implicherebbe la cessione della sovranità monetaria al gruppo delle banche centrali ponderate come nella residua composizione dell'ecu, nel caso in cui la parità fosse fissata rispetto all'ecu, oppure alla Bundesbank, nel caso in cui la parità fosse fissata rispetto al DM.

Un'obiezione più sostanziale alla proposta di *currency board* potrebbe essere basata sull'eventualità che improvvisi e forti flussi di capitali, che si possono verificare nell'attuale regime di libertà di movimento dei capitali e mercati monetari e finanziari altamente sviluppati, modificchino corrispondentemente la base monetaria e generino crisi fra le banche del paese.

A questa obiezione vi sono due risposte. La prima è che, particolarmente nel periodo iniziale, un qualche margine di fluttuazione potrebbe essere mantenuto attorno alla nuova parità fissa, in teoria ampio quanto la banda di fluttuazione attualmente in vigore nello SME. Pertanto il tasso di cambio di mercato potrebbe assorbire l'impatto che forti perturbazioni nella bilancia dei pagamenti avrebbero altrimenti sulla base monetaria. Ciò, tuttavia, andrebbe contro uno degli scopi essenziali della proposta: lasciare che mutamenti nelle variabili fondamentali, che influenzano la bilancia dei pagamenti, trovino aggiustamento attraverso le loro ripercussioni monetarie sull'economia a un tasso di cambio fisso, in vista della sostituzione finale della moneta nazionale con la moneta europea a tale specifica parità. Lasciar fluttuare la lira in un'ampia banda (come quella dello SME) attorno alla parità di 2000 lire per 1 ecu potrebbe mettere in pericolo la stessa parità.

La seconda risposta è che almeno un ultimo strumento di controllo monetario viene mantenuto dalla banca centrale del paese, anche nella soluzione di *currency board* (a parte la possibilità, da non usarsi, di cambiare la parità stessa). Questo strumento è costituito dal coefficiente di riserva obbligatoria delle banche, che potrebbe essere cambiato in caso si verificassero serie difficoltà bancarie come risultato di eccessivi movimenti di capitali o di altri shock esogeni che in-

fluenzassero la bilancia dei pagamenti in modo eccessivo. Da questo punto di vista, è una caratteristica felice dell'economia italiana – caratteristica da non eliminare troppo presto – che il coefficiente di riserva attualmente in vigore per le banche sia alto relativamente a quello degli altri paesi europei, tale da lasciar spazio di manovra per controllare il moltiplicatore della base monetaria, in modo da evitare crisi bancarie che potrebbero mettere a rischio anche la credibilità del sistema di *currency board*.

Alla fine, tuttavia, quel che è in gioco in questa critica a tale sistema, è la funzione di prestatore di ultima istanza, che anch'essa sarebbe perduta dalla banca centrale. Eppure, anche questa funzione dovrà, prima o poi, essere trasferita alla BCE. Nella proposta qui analizzata, ciò avviene prima piuttosto che dopo; anzi, potrebbe avvenire anche prima che la BCE sia effettivamente operativa, se il sistema viene adottato per convincere i partner di un paese ritardatario che esso è seriamente impegnato a tenersi ancorato al loro progresso verso l'UME. Questo è un prezzo alto da pagare, ma è alta anche la posta in gioco.

BIBLIOGRAFIA

- BASEVI, G. (1995), "L'approccio a più velocità nell'unificazione europea: un'occasione o una minaccia?", in *Maastricht quattro anni dopo: problemi e prospettive*, Incontri di Rocca Salimbeni, Monte dei Paschi di Siena, 10 novembre 1995.
- DE GRAUWE, P. (1995), "Alternative strategies towards monetary unions", *European Economic Review*, vol. 39, no. 3-4, April, pp. 483-491.
- GIOVANNINI, A. (1995), "Fixed versus flexible exchange rates in 1995", mimeo.
- Maastricht Watch* (1995), supplemento al *Mondo Economico*, giugno.
- PROMETEIA (1994), *Rapporto di previsione*, dicembre.
- PROMETEIA (1995), *Rapporto di previsione*, settembre.