

L'Unione Monetaria Europea e il vincolo sui cambi

ALDO MONTESANO

1. Introduzione

Il processo di unificazione monetaria introdotto con il Trattato di Maastricht costituisce il principale problema che i paesi dell'Unione Europea devono affrontare. È il problema principale se non altro per il rischio di disintegrazione che esso comporta. Questo problema può essere diviso in due, dal momento che include sia la scelta di ciascun paese nei riguardi della sua partecipazione all'unificazione monetaria, sia la scelta dell'Europa nei riguardi del processo residuo di unificazione monetaria e del rapporto fra i paesi che per primi unificheranno la loro moneta e gli altri. Mentre il primo problema riguarda i singoli paesi e la soluzione va ricercata relativamente agli interessi di ciascuno di essi, il secondo problema riguarda la totalità dei paesi aderenti al Trattato di Maastricht e la soluzione va ricercata relativamente agli interessi complessivi dell'Europa. Nel seguito non considero il primo problema: la mia opinione al riguardo è che i vantaggi dell'unificazione europea (anche monetaria) siano tali da rendere conveniente per ciascun paese l'adozione di politiche sufficienti per conseguire l'ammissione. Esamino invece i principali aspetti del secondo problema. In particolare, se il processo di convergenza macroeconomica posto in essere con il Trattato di Maastricht sia o no adeguato per pervenire all'unificazione monetaria, se è opportuna una sua revisione e in quale direzione, e se in particolare il regime dei cambi del Sistema Monetario Europeo favorisca la convergenza o non sia piuttosto un fattore di divergenza.

□ Università Commerciale L. Bocconi, Istituto di economia politica, Milano.

2. Le ragioni dell'unificazione monetaria

Prima di esaminare quanto appena indicato è però opportuno mettere in evidenza perché da un punto di vista strettamente economico la moneta unica sia vantaggiosa rispetto alle altre alternative possibili. Considero tre possibili alternative: un sistema di monete nazionali con cambi flessibili; questo sistema con l'aggiunta di una moneta europea (emessa cioè da una istituzione comunitaria) anch'essa scambiata in regime di cambi flessibili; un sistema monetario completamente liberalizzato, ove coesistono in un mercato concorrenziale monete emesse anche da istituzioni private. Rispetto alla moneta unica il maggiore difetto della prima alternativa consiste essenzialmente nell'incertezza sui cambi che essa implica. Oltre la maggiore rischiosità per gli agenti economici, che riduce investimenti e crescita, vi è da tener presente che le variazioni correnti e attese dei cambi non sempre (o quasi mai) riflettono i fondamentali delle economie pur concorrendo a determinare variazioni di produzione e di investimenti, per cui ne consegue anche una perdita di efficienza. Inoltre la presenza di un'unica banca centrale europea rende improponibili forme più o meno palesi di limitazioni ai movimenti di capitale infraeuropei, che finirebbero quindi per dipendere da motivazioni reali (e fiscali, in assenza di un'adeguata armonizzazione fiscale tra i paesi europei). Infine, la banca centrale unica europea rende improbabili politiche monetarie avventurose, per la sua minore vulnerabilità rispetto agli interessi politici statali favorevoli a eccessi di spesa pubblica.

Per contro, la molteplicità di monete nazionali e di istituti di emissione nazionali ha il vantaggio che ciascuno di questi può adottare di volta in volta la politica monetaria migliore per la congiuntura che il singolo paese attraversa. Tuttavia, il pensiero economico odierno non assegna più alla politica monetaria l'obiettivo dell'aggiustamento reale, ma principalmente quello di determinazione del livello generale dei prezzi, cioè di controllo dell'inflazione. Tale controllo è tanto più esercitabile quanto maggiore è la credibilità della politica dell'istituto di emissione, caratteristica questa che dovrebbe deporre a favore della moneta unica.

L'introduzione di una moneta europea accanto alle monete nazionali sembrerebbe rappresentare il ritorno al sistema monetario vigente nel basso medioevo, quando accanto alle monete locali, sog-

gette a inflazione più o meno elevata, vigeva la moneta aurea (fiorino, zecchino, ecc.) con un contenuto aureo costante nel tempo, utilizzata per gli scambi internazionali e per i pagamenti di valore elevato. I difetti di questo sistema risulterebbero acuiti dalla mancanza del contenuto aureo per la moneta europea. Varrebbero peraltro ancora, e sarebbero ancora più importanti, le medesime critiche indicate per il sistema con monete nazionali fluttuanti. La presenza di un'ulteriore moneta, oltre quelle nazionali, anch'essa fiduciaria, finirebbe per rendere ancora più incerto il quadro monetario, dato che non si potrebbe neppure escludere la possibilità che una moneta nazionale perda completamente valore e sia sostituita del tutto negli scambi, anche interni, dalla moneta europea (ammesso che questa abbia il requisito di moneta legale).

La completa liberalizzazione monetaria ha implicazioni non sempre palesi. Innanzi tutto, la presenza di monete diverse non è comparabile con la presenza di beni reali diversi. Questi rendono servizi diversi e quindi la loro molteplicità accresce il benessere. Monete diverse non rendono servizi diversi: il servizio reso dalla moneta è sempre quello di consentire l'acquisto di beni e servizi nel futuro. Sono i mercati organizzati e gli operatori bancari e finanziari che possono offrire una molteplicità di servizi, che non dipendono dalla molteplicità di monete se non in relazione ai cambi e ai rischi a questi connessi. In secondo luogo, gli emittenti privati (la cui moneta, cioè, non è dotata di valore legale che la rende, quanto meno, mezzo di pagamento di imposte) non possono non garantire la convertibilità della loro moneta in beni reali o, se vi è, in moneta legale. Infatti, in assenza di tali garanzie, la possibilità offerta a tutti di emettere moneta a costo nullo finirebbe per rendere nullo il valore di queste monete (tranne al più che in presenza di caduche bolle speculative). Se vi sono garanzie, gli emittenti privati finiscono per essere indistinguibili dalle banche di deposito. Perciò, in assenza di monete legali, si avrebbe un sistema monetario fondato su garanzie reali (oro o altri beni reali), con i pregi e i difetti di questo. In presenza di monete legali si avrebbe un sistema monetario del tutto analogo a quelli con sola moneta legale e varrebbero i ragionamenti già indicati per essi.

In conclusione, nell'ambito dei sistemi monetari fiduciari (cioè con monete non convertibili in oro o altri beni reali), l'unificazione monetaria appare la proposta migliore e più vantaggiosa per l'Europa.

L'Unione Monetaria Europea e il vincolo sui cambi

ALDO MONTESANO

1. Introduzione

Il processo di unificazione monetaria introdotto con il Trattato di Maastricht costituisce il principale problema che i paesi dell'Unione Europea devono affrontare. È il problema principale se non altro per il rischio di disintegrazione che esso comporta. Questo problema può essere diviso in due, dal momento che include sia la scelta di ciascun paese nei riguardi della sua partecipazione all'unificazione monetaria, sia la scelta dell'Europa nei riguardi del processo residuo di unificazione monetaria e del rapporto fra i paesi che per primi unificheranno la loro moneta e gli altri. Mentre il primo problema riguarda i singoli paesi e la soluzione va ricercata relativamente agli interessi di ciascuno di essi, il secondo problema riguarda la totalità dei paesi aderenti al Trattato di Maastricht e la soluzione va ricercata relativamente agli interessi complessivi dell'Europa. Nel seguito non considero il primo problema: la mia opinione al riguardo è che i vantaggi dell'unificazione europea (anche monetaria) siano tali da rendere conveniente per ciascun paese l'adozione di politiche sufficienti per conseguire l'ammissione. Esamino invece i principali aspetti del secondo problema. In particolare, se il processo di convergenza macroeconomica posto in essere con il Trattato di Maastricht sia o no adeguato per pervenire all'unificazione monetaria, se è opportuna una sua revisione e in quale direzione, e se in particolare il regime dei cambi del Sistema Monetario Europeo favorisca la convergenza o non sia piuttosto un fattore di divergenza.

2. Le ragioni dell'unificazione monetaria

Prima di esaminare quanto appena indicato è però opportuno mettere in evidenza perché da un punto di vista strettamente economico la moneta unica sia vantaggiosa rispetto alle altre alternative possibili. Considero tre possibili alternative: un sistema di monete nazionali con cambi flessibili; questo sistema con l'aggiunta di una moneta europea (emessa cioè da una istituzione comunitaria) anch'essa scambiata in regime di cambi flessibili; un sistema monetario completamente liberalizzato, ove coesistono in un mercato concorrenziale monete emesse anche da istituzioni private. Rispetto alla moneta unica il maggiore difetto della prima alternativa consiste essenzialmente nell'incertezza sui cambi che essa implica. Oltre la maggiore rischiosità per gli agenti economici, che riduce investimenti e crescita, vi è da tener presente che le variazioni correnti e attese dei cambi non sempre (o quasi mai) riflettono i fondamentali delle economie pur concorrendo a determinare variazioni di produzione e di investimenti, per cui ne consegue anche una perdita di efficienza. Inoltre la presenza di un'unica banca centrale europea rende improponibili forme più o meno palesi di limitazioni ai movimenti di capitale infraeuropei, che finirebbero quindi per dipendere da motivazioni reali (e fiscali, in assenza di un'adeguata armonizzazione fiscale tra i paesi europei). Infine, la banca centrale unica europea rende improbabili politiche monetarie avventurose, per la sua minore vulnerabilità rispetto agli interessi politici statali favorevoli a eccessi di spesa pubblica.

Per contro, la molteplicità di monete nazionali e di istituti di emissione nazionali ha il vantaggio che ciascuno di questi può adottare di volta in volta la politica monetaria migliore per la congiuntura che il singolo paese attraversa. Tuttavia, il pensiero economico odierno non assegna più alla politica monetaria l'obiettivo dell'aggiustamento reale, ma principalmente quello di determinazione del livello generale dei prezzi, cioè di controllo dell'inflazione. Tale controllo è tanto più esercitabile quanto maggiore è la credibilità della politica dell'istituto di emissione, caratteristica questa che dovrebbe deporre a favore della moneta unica.

L'introduzione di una moneta europea accanto alle monete nazionali sembrerebbe rappresentare il ritorno al sistema monetario vigente nel basso medioevo, quando accanto alle monete locali, sog-

gette a inflazione più o meno elevata, vigeva la moneta aurea (fiorino, zecchino, ecc.) con un contenuto aureo costante nel tempo, utilizzata per gli scambi internazionali e per i pagamenti di valore elevato. I difetti di questo sistema risulterebbero acuiti dalla mancanza del contenuto aureo per la moneta europea. Varrebbero peraltro ancora, e sarebbero ancora più importanti, le medesime critiche indicate per il sistema con monete nazionali fluttuanti. La presenza di un'ulteriore moneta, oltre quelle nazionali, anch'essa fiduciaria, finirebbe per rendere ancora più incerto il quadro monetario, dato che non si potrebbe neppure escludere la possibilità che una moneta nazionale perda completamente valore e sia sostituita del tutto negli scambi, anche interni, dalla moneta europea (ammesso che questa abbia il requisito di moneta legale).

La completa liberalizzazione monetaria ha implicazioni non sempre palesi. Innanzi tutto, la presenza di monete diverse non è comparabile con la presenza di beni reali diversi. Questi rendono servizi diversi e quindi la loro molteplicità accresce il benessere. Monete diverse non rendono servizi diversi: il servizio reso dalla moneta è sempre quello di consentire l'acquisto di beni e servizi nel futuro. Sono i mercati organizzati e gli operatori bancari e finanziari che possono offrire una molteplicità di servizi, che non dipendono dalla molteplicità di monete se non in relazione ai cambi e ai rischi a questi connessi. In secondo luogo, gli emittenti privati (la cui moneta, cioè, non è dotata di valore legale che la rende, quanto meno, mezzo di pagamento di imposte) non possono non garantire la convertibilità della loro moneta in beni reali o, se vi è, in moneta legale. Infatti, in assenza di tali garanzie, la possibilità offerta a tutti di emettere moneta a costo nullo finirebbe per rendere nullo il valore di queste monete (tranne al più che in presenza di caduche bolle speculative). Se vi sono garanzie, gli emittenti privati finiscono per essere indistinguibili dalle banche di deposito. Perciò, in assenza di monete legali, si avrebbe un sistema monetario fondato su garanzie reali (oro o altri beni reali), con i pregi e i difetti di questo. In presenza di monete legali si avrebbe un sistema monetario del tutto analogo a quelli con sola moneta legale e varrebbero i ragionamenti già indicati per essi.

In conclusione, nell'ambito dei sistemi monetari fiduciari (cioè con monete non convertibili in oro o altri beni reali), l'unificazione monetaria appare la proposta migliore e più vantaggiosa per l'Europa.

3. La convergenza verso la moneta unica

Il Trattato di Maastricht ha introdotto un processo di avvicinamento all'introduzione della moneta unica e posto dei vincoli per la partecipazione a essa che richiedono una giustificazione. Questo processo include una fase di convergenza di talune grandezze macroeconomiche in qualche modo legate all'obiettivo antinflazionistico assegnato all'autorità monetaria, sebbene non tutte dipendenti dalle scelte delle banche centrali nazionali. I requisiti di convergenza riguardano il tasso d'inflazione (che non deve superare, per più dell'1,5%, quello dei tre paesi della Comunità con il tasso d'inflazione più basso), il disavanzo del bilancio pubblico (che non deve superare il 3% del prodotto interno lordo), il debito pubblico (che non deve superare il 60% del prodotto interno lordo), il tasso d'interesse sui titoli di stato a lungo termine (che non deve superare, per più del 2%, quello dei tre paesi con il tasso d'inflazione più basso) e la partecipazione al Sistema Monetario Europeo (che implica un regime di cambi quasi-fissi) negli ultimi due anni senza svalutazioni. Escludendo quest'ultima, che verrà esaminata più dettagliatamente nel seguito, i requisiti di convergenza rappresentano obiettivi di per sé raccomandabili di corretta gestione dell'economia, però non riconducibili, almeno direttamente, all'unificazione monetaria. Le unificazioni monetarie verificatesi storicamente (ultima quella tedesca con la Germania dell'est) sono avvenute senza che questi requisiti di convergenza o altri analoghi abbiano avuto qualche rilievo. Né vi è alcuna ragione economica che indichi la necessità o la convenienza della convergenza, di questi o di altri indici macroeconomici, per l'unificazione monetaria. Si potrebbe, al più, richiedere una progressiva armonizzazione delle istituzioni monetarie e creditizie e della politica monetaria per smussare il passaggio dalle monete nazionali alla moneta unica europea e dal governo monetario delle banche centrali nazionali a quello dell'Istituto Monetario Europeo.

Una regola importante da tener presente riguarda la confusione fra comportamenti e obiettivi, da cui possono risultare effetti controproducenti. Si confrontino, ad esempio, il requisito di convergenza che pone un tetto al tasso d'inflazione con il requisito alternativo, non richiesto dal Trattato di Maastricht, che imporrebbe un tetto al tasso di crescita della quantità di moneta (misurata secondo l'una o l'altra delle sue molteplici definizioni). Quest'ultimo sarebbe un requisito

che riguarderebbe più da vicino il comportamento della banca centrale di ogni paese. Invece il tasso d'inflazione non dipende soltanto dalla banca centrale, ma da una molteplicità di altri fattori, tra i quali la credibilità maturata nel tempo della politica antinflazionistica, l'andamento dei cambi, le variazioni delle imposte indirette, ecc. Il requisito del tasso d'inflazione implica perciò un comportamento delle autorità monetarie nei paesi tradizionalmente meno virtuosi (come l'Italia) più restrittivo che nei paesi virtuosi (come la Germania), con un conseguente maggiore rischio di tenuta dell'impegno e con tassi d'interesse più elevati e volatili. Inoltre, questo maggior rigore monetario sarebbe destinato a cessare con l'unificazione monetaria, quando l'Istituto Monetario Europeo farebbe proprie sostanzialmente le caratteristiche di comportamento della banca centrale dominante (la Bundesbank). Per contro, il vincolo sulla crescita della quantità di moneta renderebbe palese l'adeguamento monetario di ogni paese al sistema europeo e gli eventuali differenziali d'inflazione (dovuti a eventuali altri fattori temporanei) non costituirebbero segnali di maggiore o minore credibilità nell'attuazione del modello europeo.

Peraltro, nella letteratura sul tema,¹ è stato posto in evidenza come il tasso d'inflazione e il cambio estero siano più osservabili della crescita della quantità di moneta, risultando sotto questo aspetto segnali qualitativamente migliori. Non lo sono, tuttavia, se con essi si vuole misurare nel breve periodo la virtuosità dei comportamenti monetari, essendo essi soggetti a influenze di molti altri fattori.

I requisiti di convergenza introdotti con il Trattato di Maastricht non hanno perciò sostanziali giustificazioni economiche ma politiche. È l'espedito per rinviare la decisione se attuare o no l'unificazione monetaria e fra quali paesi. Nascono dalla riluttanza, soprattutto della Germania, alla perdita della sovranità monetaria e dalla sensazione che l'unificazione monetaria è meno vantaggiosa, se non dannosa, per la Germania che per gli altri paesi europei. Questa sensazione non ha fondamento razionale, essendo basata su un confronto retrospettivo, più o meno del tipo: l'unificazione monetaria condurrà a un tasso d'inflazione intermedio fra quelli dei paesi partecipanti, per cui traggono minori vantaggi, se non un danno, i paesi con una tradizione d'inflazione minore. Invece il ragionamento deve essere prospettivo:

¹ La letteratura sullo SME e l'unificazione monetaria europea è vastissima e variegata: cito soltanto Gros e Thygesen (1992) e Arcelli e Di Giorgio (1995).

la mancata unificazione monetaria darà probabilmente alla Germania la leadership monetaria in Europa, però con costi economici rilevanti, cioè con un tasso di crescita dell'economia mediamente più basso in Germania che negli altri paesi europei. La preminenza monetaria è conseguenza del successo economico, non ne è causa. La preminenza monetaria implica una sopravvalutazione della moneta nei cambi (rispetto alla parità dei poteri di acquisto). Può perciò risultare stimolata la produzione dei servizi finanziari ma non quella del resto dell'economia e, per di più, come già indicato da Keynes, le ragioni della finanza tendono a opporsi a quelle dell'economia.

4. La vulnerabilità del Sistema Monetario Europeo

Nel processo di convergenza verso l'unificazione monetaria il Trattato di Maastricht ha previsto il rafforzamento del Sistema Monetario Europeo, che comporta un sistema di cambi quasi-fissi, cioè con possibilità di fluttuazioni limitate entro una fascia ristretta. La ragione dello SME è triplice. Da un lato, si anticipa il vantaggio offerto dalla moneta unica di non avere incertezze di cambio che determinano una riduzione sistematica degli investimenti e dell'attività economica. Dall'altro lato, si elimina quella causa di perturbazione sui prezzi e sull'attività economica determinata dalle variazioni dei cambi. In terzo luogo, il regime di cambi fissi induce alla deflazione, dal momento che i paesi con minore inflazione acquistano un vantaggio competitivo nel commercio internazionale e che perciò tutti i paesi sono stimolati a procedere con maggior rigore nella lotta all'inflazione.

Tuttavia, lo SME si è dimostrato l'anello più debole di tutta la costruzione, come del resto sarebbe stato facile prevedere, anche sulla base della precedente esperienza del serpente europeo. Dal 1993 lo SME è di fatto inesistente, poiché i cambi dei paesi che vi partecipano sono soggetti a bande di oscillazione così ampie da potersi ritenere del tutto non vincolanti (la banda di oscillazione rispetto alle parità centrali con le altre valute che lo SME prevedeva pari a $\pm 2,25\%$ è divenuta pari a $\pm 15\%$).

La causa che ha determinato l'insuccesso dello SME è generale e riguarda il sistema stesso dei cambi fissi, se appena l'onere della difesa

della parità ricade sulla banca centrale della moneta che il mercato tende a deprezzare.

Il regime dei cambi fissi viene abbattuto dalla speculazione di mercato quando si verificano due circostanze: l'argine costituito dalle difese delle banche centrali è insufficiente; vi è l'aspettativa che il deprezzamento della moneta attaccata dalla speculazione persista una volta sfaldato l'argine. La prima circostanza è oggi sempre verificata sia per la grande massa di capitali che la speculazione può mettere in moto, sia perché l'onere della difesa grava principalmente sulla banca centrale della moneta venduta dagli speculatori, ma non si verifichebbe con l'intervento senza limiti della banca centrale della moneta comprata. Questo intervento, previsto negli Accordi Europei, è stato anche eseguito durante le crisi del 1992 e 1993, però in misura limitata e insufficiente per arginare la speculazione. La riluttanza a un intervento massiccio è ragionevole, spiegata dal desiderio di mantenere il controllo della quantità di moneta. In altre parole, se si è disposti a intervenire senza limiti emettendo moneta quando la speculazione la domanda, a maggior ragione si dovrebbe accettare di procedere senza indugi all'unificazione monetaria. La seconda circostanza si verifica, sebbene in misura limitata, in modo automatico, perché ogni nuovo livello di cambio mette in movimento meccanismi che tendono a giustificarlo (si pensi ad esempio, dopo un deprezzamento, all'influenza del più elevato prezzo non solo dei beni importati, ma anche dei beni prodotti all'interno e vendibili all'estero). Si presenta però in misura rimarchevole e decisiva quando il cambio ufficiale non è più giustificato dai fondamentali, ad esempio perché si è accumulato un divario d'inflazione (come nel 1992 per l'Italia, quando la parità ufficiale non rifletteva il divario d'inflazione degli anni precedenti ed era diffusa l'opinione che la lira fosse sopravvalutata). Quando la seconda circostanza si verifica, gli speculatori prevedono che potranno ricomprare quanto venduto in precedenza senza riportare il prezzo al valore originario, cioè che potranno realizzare il guadagno. Naturalmente gli speculatori incorrono in un rischio, che però con cambi fissi è limitato al costo relativamente modesto di detenere una posizione scoperta (costi di transazione e dovuti al differenziale del tasso d'interesse) in quanto non vi è un vero e proprio rischio di cambio. Un attacco speculativo ha allora successo se il volume delle vendite di valuta da deprezzare è superiore all'argine di difesa delle banche centrali, se cioè si determina un coordinamento fra gli speculatori. Questo coordinamento è altamente probabile,

come illustrato dal gioco seguente, in cui si ipotizza per semplicità la presenza di due sole valute e due soli giocatori-speculatori (però il gioco può essere esteso a un numero qualsiasi di valute e speculatori), ciascuno con tre possibili mosse: attaccare la valuta A, attaccare la valuta B, non speculare. Si ipotizzi che sia unanime l'opinione che il cambio ufficiale sopravvaluti la valuta A, cioè che si sia verificata la seconda circostanza. Si consideri la figura seguente, che rappresenta il gioco in forma normale:

Speculatore 2

S p e c u l a t o r e 1		A	B	NS
	A	10, 10	-1, -1	-1, 0
	B	-1, -1	0, 0	-1, 0
	NS	0, -1	0, -1	0, 0

Questo schema indica che se l'attacco non riesce (e non riesce se agisce soltanto uno speculatore), allora lo speculatore ha un *payoff* negativo (pari a -1), se riesce contro la moneta deprezzabile allora il *payoff* è positivo ed elevato (pari a 10), se entrambi gli speculatori attaccano la moneta forte allora il *payoff* è insignificante (pari a 0). Da questo schema risulta che la strategia B (attaccare la moneta forte) è per entrambi gli speculatori dominata (seppure debolmente) dalla strategia NS (non speculare) e che vi sono due equilibri di Nash (strategie A-A e NS-NS). Risulta però anche che le strategie A-A sono un equilibrio focale, che ha un'elevata probabilità di determinarsi spontaneamente. Si determina inoltre tanto più facilmente quanto più l'esperienza e la cultura degli speculatori sono tali da indurli a fare attenzione al verificarsi di una situazione quale quella descritta dal gioco su indicato.

La riflessione precedente dimostra la vulnerabilità del sistema dei cambi fissi quando sorgano possibilità di guadagni speculativi, possibilità che la convergenza delle politiche monetarie ed economiche non è sufficiente a eliminare. Sul valore reciproco delle monete, infatti, influiscono anche altri fattori, diversi dalle politiche delle banche centrali e dei governi, fra i quali va inclusa la stessa possibilità di speculazione. Anche il cambio tra franco e marco, malgrado la virtuosità della politica monetaria e finanziaria francese, è

stato oggetto di un vittorioso attacco speculativo ed è probabile che lo sia ancora in futuro nel caso di una riproposizione dello SME con banda di oscillazione ristretta.

Quanto indicato ha valore non solo in relazione a un'eventuale riproposizione dello SME, ma soprattutto per il quadro che va delineandosi di una unificazione monetaria europea in fasi successive. All'inizio, alla scadenza prevista dal 1999 o poco dopo, nascerebbe la moneta unica per i paesi consenzienti in regola con i requisiti previsti dal Trattato di Maastricht e per i paesi le cui irregolarità sarebbero giudicate trascurabili. Per i paesi non ammessi, verrebbero stabiliti requisiti di convergenza, il cui soddisfacimento sarebbe condizione di ammissione in un tempo successivo. Fra i requisiti previsti dal Trattato di Maastricht per l'ammissione vi è il rispetto dei margini di fluttuazione dei cambi dello SME per almeno due anni. Pur tenendo conto del fatto che lo SME dovrebbe cessare di esistere con l'Unione Monetaria, questo requisito richiederebbe il mantenimento dei cambi quasi-fissi per il paese in attesa di ammissione. Se però l'onere della difesa del cambio dovesse ricadere soltanto sulla sua banca centrale senza un adeguato sostegno della Banca Centrale Europea, allora si riproporrebbe il gioco della speculazione e il mantenimento delle parità potrebbe risultare insostenibile, anche in condizioni in cui il cambio sarebbe rimasto stabile in assenza dell'impegno all'intervento. Paradossalmente, la stabilità del cambio si potrebbe realizzare più facilmente in regime di cambi flessibili che non in regime di cambi fissi.

L'esclusione forzata di paesi che desidererebbero far parte dell'Unione Monetaria e che sarebbero disposti a perseguire comportamenti monetari e fiscali virtuosi non è conveniente per l'Europa e neppure per i paesi già pervenuti all'Unione Monetaria, anche prescindendo da ragioni di equilibrio politico (quale sarebbe il ruolo della Francia se l'unico altro grande paese nell'Unione Monetaria fosse la Germania?). Infatti, i vantaggi dell'unificazione monetaria sono multilaterali: la presenza di incertezza sui cambi danneggia tutti gli operatori, non solo quelli dei paesi non a moneta unificata.

Il mantenimento di una molteplicità di monete in regime di cambi fissi è infine contrario agli stessi principi europeistici di mercato. Se si ritiene che debbano sussistere più monete, deve anche accettarsi che il loro rapporto di scambio sia determinato dal mercato.

5. Conclusioni

Tre considerazioni conclusive possono essere tratte.

a) Benché entrambi i programmi di unificazione monetaria e di lotta antinflazionistica siano raccomandabili, non vi sono forti ragioni economiche per cui il secondo debba precedere il primo, come richiesto dal processo di convergenza posto in essere con il Trattato di Maastricht. Anzi, anticipando l'unificazione monetaria, il programma antinflazionistico risulterebbe più facilmente realizzabile, e sarebbe perciò anche più credibile.

b) Lo SME è vulnerabile perché è sostanzialmente un sistema di cambi fissi mantenuto con l'intervento delle banche centrali delle monete che il mercato tende a deprezzare. Il prolungamento di un sistema siffatto per i paesi in attesa di ammissione al sistema della moneta unica europea potrebbe facilmente diventare causa di esclusione pur in presenza di comportamenti virtuosi da parte di questi paesi.

c) È più opportuno che il programma antinflazionistico vincoli direttamente i comportamenti monetari e fiscali e faccia meno riferimento a variabili come il tasso d'inflazione che, sebbene dipendano anche da questi comportamenti, tuttavia subiscono l'influenza di altri fattori dando così, specie nel breve periodo, segnali errati sui comportamenti. Tra l'altro, questo riferimento riduce la possibilità di adottare una politica fiscale più severa mediante l'aumento delle imposte indirette, che accrescono i prezzi. Sarebbe forse opportuno anche approfondire il coordinamento fiscale intereuropeo e introdurre un programma che limiti la spesa pubblica e non soltanto il disavanzo.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ARCELLI, M. e DI GIORGIO, G. (1995), "Politica monetaria ed accordi di cambio. Lo SME nell'esperienza storica e nelle prospettive future", in Ufficio Italiano dei Cambi, *Studi per il Cinquantenario*, Laterza, Roma-Bari, pp. 301-337.
- GROS, D. e THYGESEN, N. (1992), *European Monetary Integration*, Longman, London.