

La transizione alla terza fase dell'Unione Monetaria Europea: alcuni problemi

JAN KREGEL

1. Problemi creati dalla terza fase dell'Unione Monetaria

Ora che la prima scadenza per l'avvio della terza fase del processo stabilito a Maastricht per il passaggio all'Unione Monetaria Europea (UME) è stata superata, appare sempre più chiaramente che soltanto per una minoranza dei paesi membri dell'Unione Europea (UE) esiste la possibilità di soddisfare i requisiti dei criteri di convergenza all'epoca della scadenza finale, posta alla metà del 1998. Ciò ha condotto a ipotizzare che la prossima scadenza debba essere ritardata o che i criteri di convergenza debbano essere modificati. Tuttavia, la prima soluzione implicherebbe una modifica del Trattato di Maastricht. Nonostante sia una soluzione plausibile, essa darebbe luogo a talmente tanti altri problemi, che probabilmente non verrà adottata. Di conseguenza, alcuni hanno suggerito di giungere a decretare il ritardo della terza fase, interpretando in tal senso alcuni punti ambigui del Trattato originale. Vi sono, così, due risposte al problema dell'esiguo numero di paesi qualificabili per il passaggio alla terza fase dell'UME: ritardare l'inizio della fase stessa o modificare i criteri d'ingresso. Le sezioni 2 e 3 del presente articolo analizzano queste due possibilità facendo riferimento ai documenti ufficiali. La sezione 4 solleva un problema che non sembra essere stato considerato nei documenti né nelle discussioni ufficiali, ma che è di fondamentale importanza per l'attuazione della terza fase.

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

2. Ritardare la terza fase

Le proposte di ritardare l'attuazione della terza fase sembrano ignorare il linguaggio specifico del Trattato e, in particolare, il protocollo della «transizione alla fase 3». Tale protocollo afferma inequivocabilmente che, indipendentemente dalla situazione dell'economia, la Comunità entrerà nella terza fase, senza eccezione, il 1° gennaio 1999 e che la Banca Centrale Europea (BCE) e il Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) «daranno inizio alla loro piena funzionalità a partire da quella data». Ciò sembrerebbe voler dire che, indipendentemente dal loro numero, i paesi che al 1° luglio 1998 saranno qualificati ad accedere alla terza fase (i «paesi interessati», che in linguaggio europeista significa quei paesi per i quali saranno giudicati soddisfatti i criteri di convergenza) saranno egualmente obbligati a procedere alla terza fase e a rendere operative le istituzioni monetarie europee.

Il protocollo specifica eccezioni per i paesi con una «deroga», come ad esempio l'esenzione dalla sottoscrizione del capitale della BCE, e così via. È proprio la possibilità che vi siano paesi con «deroga» che rende necessario l'articolo 44 dello statuto della BCE, che richiede alla Banca di «assume[re] quei compiti propri dell'IME che [...] devono essere ancora adempiuti nella terza fase» per quei paesi che non abbiano soddisfatto i criteri di convergenza. Così, anche se l'IME cesserà di esistere, alcune delle sue funzioni e istituzioni continueranno ad aver vita sotto la tutela della BCE.

La «deroga» all'ingresso nella terza fase sarà concessa agli stati membri in seguito alla loro incapacità di soddisfare i criteri richiesti per l'accesso alla moneta unica, soltanto se la data dell'introduzione di quest'ultima sarà stata «decisa». Non è chiaro se la stessa condizione valga quando la data d'ingresso non sia stata decisa ma piuttosto imposta dall'articolo 109 J (4) e dal protocollo della «terza fase», che specificano che «se entro la fine del 1997 la data d'inizio della terza fase non sarà stata fissata, la terza fase inizierà il 1° gennaio 1999» con quei paesi che soddisfino i criteri necessari per la creazione di una moneta unica.¹

¹ È questo linguaggio che suggerisce la possibilità di concordare prima della fine del 1997 una data di inizio della terza fase successiva al 1° gennaio 1999. Sembra chiaro che questa non era l'intenzione del Trattato.

Ciò implica anche che, da quella data, le funzioni dell'IME relativamente ai paesi con deroga verranno assolute dalla BCE. Dal momento che gli obiettivi stabiliti per l'IME sono relativi sia al controllo del funzionamento del Sistema Monetario Europeo (e del connesso meccanismo dei tassi di cambio, MTC), sia allo sviluppo dell'ecu e del sistema di compensazione dell'ecu, sembra plausibile che la BCE sarà responsabile allo stesso tempo della supervisione della nuova moneta unica, l'euro-ecu, che diverrà «una valuta a pieno titolo», e di quella del vecchio ecu-SME, che rimarrà una valuta paniere nozionale, coadiutrice del funzionamento del MTC dello SME.

È interessante notare che, nonostante l'insistenza sul fatto che il trattato di Maastricht non possa essere riscritto o modificato, la decisione di abbandonare «ecu» in favore di «euro» come denominazione per la moneta unica, ad esempio, richiede di riscrivere il Trattato stesso, così come lo richiedono le funzioni dell'IME stabilite nel protocollo del Trattato, che includono l'approntamento delle «banconote ecu», e le responsabilità della BCE, alla quale spetta il compito di introdurre tali banconote.

Dunque, un'accurata lettura del Trattato suggerisce che per i paesi con deroga il MTC dello SME resterà in vita anche dopo l'avvio della terza fase. Dal momento che nel Trattato l'ecu è stato rimpiazzato dall'euro, si potrebbe supporre che l'intenzione di chi ha formulato il Trattato stesso fosse quella di far sì che il MTC dello SME superstito restasse in vigore come sistema di parità bilaterali e con l'ecu aggiustabili, quest'ultimo appositamente ridefinito per consentire all'euro-ecu di rimpiazzare nel paniere le valute dei paesi che effettivamente procedessero alla terza fase.

Non vi è motivo di ritenere che tutto ciò debba creare qualche difficoltà formale per paesi con deroga dalla terza fase. Tuttavia, ciò dimostra che si verificherà di fatto una politica di cerchi concentrici, almeno fintanto che si considerano i problemi relativi alla moneta, nella quale l'euro-ecu costituirebbe il fulcro del paniere ecu, che resterebbe in funzione come parte del MTC dello SME per i paesi in deroga. Si potrebbe pensare che l'euro-ecu svolgerebbe un ruolo simile a quello attualmente svolto dal marco tedesco. Ad esempio, l'articolo 109 (1) sulle relazioni valutarie con i paesi esterni alla Comunità parla anche del fatto che il Consiglio debba essere in grado di «adottare, adeguare o abbandonare» i tassi centrali dell'ecu, affermazione che potrebbe anche essere interpretata con riferimento ai

paesi comunitari con deroga. Gli articoli 109 K (2) e 109 L (5) affermano che la riconsiderazione della posizione dei paesi in deroga debba essere effettuata almeno ogni due anni e indicano le procedure per la rimozione della deroga e l'introduzione dell'euro-ecu in quei paesi. Dal momento che una delle condizioni per la revoca della deroga è quella di aver mantenuto il tasso di cambio nell'ambito della propria parità SME e di non aver svalutato, ciò suggerisce che il MTC dello SME debba restare in vita anche dopo la terza fase, almeno per i paesi con deroga.

Tuttavia vi è una difficoltà connessa con l'attuazione dei cerchi concentrici. Dal momento che la BCE dovrà assumere il controllo di tutti i meccanismi di finanziamento e di sostegno dello SME, non è chiaro quali saranno le implicazioni di tutto ciò per quel che riguarda gli obblighi d'intervento da parte delle banche centrali dei paesi membri dello SME. Nell'ambito della seconda fase l'IME ha assunto il controllo del fondo di cooperazione monetaria europea ed è responsabile dei connessi interventi di finanziamento di breve-medio termine relativamente alle parità di cambio. Nel momento in cui la BCE erediterà le funzioni dell'IME, si deve presumere che anche questo compito le verrà attribuito. Ciò significa che la BCE dovrebbe ereditare anche gli obblighi di stabilizzazione del cambio attualmente assolti dalle banche centrali individuali, ad esempio quello d'intervenire a sostegno di una valuta debole quando essa raggiunga i propri limiti bilaterali nei confronti dell'euro-ecu. Si dovrà inoltre presumere che sarà la BCE ad aggiustare i tassi d'interesse quando l'euro-ecu raggiungesse una soglia d'intervento nei confronti della valuta di un paese con deroga che ancora partecipi al MTC dello SME. Dal momento che le funzioni quotidiane della BCE verranno svolte dal SEBC, costituito dalle diverse banche centrali nazionali, una o più di queste ultime dovranno essere delegate a questa responsabilità di stabilizzazione del cambio.

Sembrano esservi pochi dubbi sul fatto che il Trattato affermi che le funzioni di stabilizzazione del cambio, attualmente assolte dal MTC dello SME, debbano continuare a essere assolte dopo l'introduzione dell'euro-ecu e che la responsabilità di tali funzioni verrà attribuita alla BCE, ma non vi è alcuna chiara specificazione del modo in cui la BCE dovrà svolgere tale compito. Né è chiaro di quali strumenti la BCE verrà dotata a tale scopo. Vi è un evidente conflitto potenziale tra il compito della BCE di seguire una politica di stabilità dei prezzi e quello della stabilizzazione del cambio, se la BCE deve

intervenire a sostegno delle valute dei paesi con deroga, dal momento che ciò significa che la BCE dovrà sacrificare il controllo dell'offerta di moneta in euro-ecu a vantaggio del controllo dei cambi. Lo stesso genere di conflitto che ha attanagliato la Bundesbank nell'ambito dello SME semplicemente riemergerebbe per la BCE. D'altro canto, se il compito della difesa delle parità dello SME venisse lasciato ai paesi con deroga, si contravverrebbe alle proposizioni del Trattato, che specifica chiaramente che la politica del cambio resta un problema comune dell'UE, relativamente a tutti i paesi, indipendentemente dal fatto che essi siano qualificabili per la terza fase; ciò imporrebbe inoltre un peso eccezionale sulle banche centrali e sulle politiche economiche dei paesi con deroga, rendendo loro ancora più difficoltoso il perseguimento della soddisfazione dei criteri di convergenza. Ciascuna banca centrale avrebbe davvero scarsi incentivi a intervenire unilateralmente per difendere la propria parità di cambio perdendo riserve valutarie.

Non è chiaro se il MTC dello SME possa continuare a restare in vita tra i paesi con deroga. Sembra effettivamente probabile che questo possa generare, per le valute dei paesi con deroga che partecipino al MTC, un aumento dell'instabilità dei tassi di cambio rispetto all'euro-ecu nell'ambito dei limiti di fluttuazione del 15%. Da ciò si deduce anche che un'ipotesi di restringimento di tali limiti sia molto improbabile. Dal momento che molti paesi, come ad esempio la Francia, hanno obiettato sui vantaggi competitivi ottenuti dai paesi che sono usciti dallo SME, come l'Italia e il Regno Unito, vi sarà senz'altro un certo interesse nella ricerca di un modo di risolvere il problema senza compromettere lo statuto della BCE. Tuttavia, la soluzione non è ovvia, a meno che non la si individui in termini di utilizzo dei fondi di aggiustamento regionali. Se il problema non verrà risolto, si rischia di creare un sistema a due livelli, nel quale le valute del secondo livello diverrebbero permanentemente fluttuanti nei confronti dell'euro-ecu, risultando dunque molto poco diverse da quelle dei paesi terzi esterni alla comunità.

3. Cambiare i criteri di convergenza

La seconda soluzione proposta è quella di cambiare i criteri di convergenza richiesti per l'ingresso nella terza fase. In particolare, alla

luce dei dati economici che indicano che né la Francia né la Germania soddisferanno il limite del disavanzo del 3% del Pil, a causa di un rallentamento dei tassi di crescita dei paesi europei, sono state avanzate proposte di reinterpretazione delle condizioni sul debito relative ai disavanzi strutturali. Questo è un indice delle difficoltà create dai criteri di convergenza, dal momento che la debole crescita in Europa è in parte il risultato dei tentativi dei governi di ridurre i propri livelli d'indebitamento tramite avanzi strutturali di bilancio. Mostra inoltre come i requisiti per la convergenza vincolino la politica monetaria, dal momento che tassi d'interesse elevati automaticamente aggravano il peso del servizio del debito, richiedendo ulteriori avanzi di bilancio, il che crea forti pressioni verso una maggiore cautela nell'utilizzo della politica monetaria.

Tuttavia, tutto ciò sembra non tenere conto del punto principale relativo alla specificazione dei criteri di convergenza. Le interpretazioni dei criteri per il passaggio alla terza fase del processo d'integrazione monetaria europea sono state finora diversificate. Si è sottolineato che tali criteri non trovano solide basi in alcuna teoria o pratica economica. In realtà, alcuni li hanno interpretati come un disegno politico attraverso il quale la banca centrale tedesca puntava consapevolmente a far fallire l'integrazione europea, mentre altri hanno messo in evidenza come le stesse politiche dirette a raggiungere la soddisfazione di tali criteri potessero risultare autovanificanti. Tutto questo sullo sfondo del protocollo di Maastricht, che afferma che, indipendentemente dal numero di paesi che soddisferanno i criteri, la terza fase dell'Unione avrà inizio il 1° gennaio 1999.

Molte delle discussioni sui criteri di convergenza distinguono tra l'argomento della creazione delle istituzioni comunitarie, come la BCE e il SEBC, e quello relativo ai criteri stessi. Ciò lascia intendere che molti commentatori non abbiano realmente compreso le ragioni per le quali i criteri di convergenza sono stati definiti. Esse sono sostanzialmente due. La prima, che emerge chiaramente dal Trattato, è il fatto che se vi dev'essere una qualche possibilità di una politica economica uniforme per l'UE, decisa e attuata dalle istituzioni comunitarie, vi dev'essere anche una certa uniformità nei risultati economici degli stati membri.

Ad esempio, il Trattato di Maastricht inserisce nel trattato originale l'articolo 3 A, che specifica la necessità «dell'adozione di una politica economica che è fondata sullo stretto coordinamento delle politiche economiche degli Stati membri [...] nonché la definizione e

la conduzione di una politica monetaria e di una politica del cambio uniche che abbiano l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi».

La convergenza è dunque un obiettivo primario e, soprattutto, una condizione necessaria per l'efficace attuazione di una politica economica comunitaria. Ciò non significa affatto assoluta uniformità nei risultati economici, ma solo una generale omogeneità delle condizioni economiche. In un mercato unico completamente integrato sarebbe impossibile concepire una politica monetaria che possa gestire contemporaneamente la stabilità dei prezzi in Germania e un'inflazione del 10% in Italia. Né sarebbe possibile consentire che i diversi paesi attuassero politiche indipendenti. Dunque, a livello strettamente pratico, se vi dev'essere una politica economica comunitaria, sotto la responsabilità delle istituzioni dell'UE, vi dev'essere anche un certo livello di convergenza.

Il secondo punto è connesso alle istituzioni che devono portare avanti le politiche comunitarie. In particolare, l'esistenza stessa dell'IME come istituzione di transizione rappresenta la convinzione della Germania che vi sia assoluta inseparabilità tra le condizioni d'esistenza dell'Unione Monetaria e le condizioni per l'efficacia della BCE nel portare avanti una politica monetaria che possa essere valutata e attuata per l'UE considerata nel suo complesso.

Dal momento che viene largamente riconosciuto che la BCE è più o meno direttamente modellata a immagine della Bundesbank, e che i tedeschi hanno affermato che sarebbe fortemente deleterio per il successo della BCE se essa si trovasse a dover operare in condizioni inappropriate, è chiaro che i criteri di convergenza debbono essere letti come una sintesi delle condizioni ritenute necessarie per il pieno perseguimento dell'obiettivo della BCE di garantire la stabilità monetaria, indipendentemente dagli interventi governativi.

Nel corso del recente periodo di difficoltà nel coordinamento delle politiche fiscali e monetaria nel processo di unificazione delle due Germanie, la Bundesbank ha dimostrato sempre più esplicitamente di considerare prerequisito primario per il successo della propria politica di stabilità monetaria l'esistenza di quella che chiama «cultura della stabilità» economica. Ad esempio Otmar Issing, membro del Direttorio della Bundesbank, ha frequentemente richiamato l'attenzione sul fatto che non soltanto è necessario «trasferire alla banca centrale la responsabilità del valore della moneta», ma è anche necessario per la società «accettare le conseguenze di una

politica monetaria restrittiva»; «il fatto che la società sia pronta a sostenere una politica anti-inflazionistica della banca centrale, è un bastione contro un processo di spirale salari-prezzi-salari [...] Un esempio concreto [...] è costituito dagli obiettivi monetari che la Bundesbank annuncia ogni anno [...]. Nel fare ciò, si spera che i responsabili dei requisiti formulati per il Pil tengano conto del limite d'incremento della spesa globale che noi riteniamo necessario. Soltanto se vi sarà un consenso generale relativamente al ruolo guida della Bundesbank [...] sarà possibile alleggerire le pressioni inflazionistiche senza dover sostenere perdite imprevedute per la produzione e per l'occupazione» (Issing 1993, p. 49).

Allo stesso tempo si rifiuta una rigida politica monetarista orientata a compensare qualsiasi variazione del livello dei prezzi, dal momento che essa minerebbe la cultura della stabilità e la fiducia dell'opinione pubblica nella banca centrale, necessaria per una politica di successo a causa del «pericolo rappresentato da alti costi reali in termini di perdite nelle vendite e nella produzione così come in termini di disoccupazione. Dubito del fatto che l'opinione pubblica sia preparata a pagare un tale prezzo soltanto per veder mantenuta la stabilità dei prezzi, anche nel breve periodo e in ogni circostanza» (p. 47). «Nel lungo periodo neppure una banca centrale indipendente sarà in grado di difendere la stabilità monetaria contro un fronte formato da una "società di diritto"» (Issing 1993, pp. 49-50).

A questo riguardo, il reale obiettivo della Bundesbank, in termini sia della sua politica interna, sia della sua posizione relativamente al ruolo della BCE, è quello di tentare di creare e preservare una "cultura della stabilità" nella quale i principali attori economici dell'UE vogliano e possano rispondere ai segnali politici emessi dalla banca centrale.

È piuttosto chiaro che quando il Trattato fu redatto vi erano ampie divergenze in termini della "cultura della stabilità" esibita dai diversi stati membri dell'UE. L'inserimento dei "criteri di convergenza" potrebbe allora essere interpretato come un "rituale di passaggio" attraverso il quale i diversi paesi verificherebbero la loro capacità di prendere le decisioni richieste per ottenere la stabilità monetaria con il sostegno generale del governo e della popolazione. La Bundesbank non è così sprovvista da ritenere di poter attuare con successo una certa politica monetaria, semplicemente definendo obiettivi monetari o incaricandosi della politica monetaria comunitaria. Il successo di una tale politica richiede il sostegno e la collabora-

zione della politica fiscale del governo e l'accettazione da parte dell'opinione pubblica del fatto che la stabilità monetaria sia una priorità di politica economica alla quale si può contribuire anche con il comportamento individuale. Dunque, non sono importanti le cifre specifiche dei criteri di convergenza, quanto piuttosto la cultura di politica economica che produce gli aggregati economici considerati.

Il capo 4 del Trattato regola le "Disposizioni transitorie" e nell'articolo 109 E (2a) richiede agli stati membri di impegnarsi in «programmi pluriennali destinati ad assicurare la durevole convergenza necessaria alla realizzazione dell'Unione economica e monetaria, in particolare per quanto riguarda la stabilità dei prezzi e solidità delle finanze pubbliche». Nessun paese pare aver introdotto tali piani, ma è chiaro che essi erano stati inclusi nel Trattato per verificare le intenzioni di ciascun paese di partecipare all'Unione. Chiaramente, inoltre, essi dovrebbero essere giudicati, come ogni altro contratto, in termini della capacità della parte contraente di soddisfarne le condizioni. Qualsiasi contratto che definisca condizioni che non potrebbero essere soddisfatte dalle parti contraenti è generalmente considerato non valido. Per molti paesi, la soddisfazione dei criteri di convergenza formali dev'essere considerata impossibile. Tuttavia, si potrebbe pensare egualmente di valutare tali paesi sulla base di ciò che per essi è possibile.

Ad esempio, se considerassimo i criteri di convergenza alla terza fase come verifica dell'intenzione di un governo di ridurre l'inflazione, il governo italiano li avrebbe più che soddisfatti, avendo ridotto il tasso d'inflazione a livelli che alla fine degli anni '80 erano al di sotto del tasso tedesco. Il fatto che l'Italia si sia mossa chiaramente e in modo sostanziale verso l'introduzione di una "cultura della stabilità" risulta anche dal contenuto aumento del tasso d'inflazione seguito a quella che può essere considerata, secondo tutti i criteri, una forte svalutazione della lira. Il cambiamento si può vedere anche nel mutato comportamento contrattuale dei sindacati e nell'accettazione da parte loro di ampie politiche dei redditi. In questo periodo sembra che soltanto le imprese italiane siano riuscite a mantenere, e in alcuni casi ad aumentare, i propri margini.

Inoltre, se si considera soltanto la parte del bilancio sulla quale il governo ha un controllo diretto, cioè escludendo l'impatto della politica monetaria sul costo per interessi del debito in essere, il governo ha prodotto avanzi primari che in qualche anno hanno raggiunto livelli superiori al 3% del Pil. L'incapacità dell'Italia di

raggiungere gli obiettivi relativi al disavanzo e al debito è indicativa dell'assenza, nel passato, di una "cultura della stabilità". Tuttavia, ciò che dev'essere considerato importante sono i risultati ottenuti dal momento dell'adozione del Trattato. Da questo punto di vista, l'Italia avrebbe pienamente raggiunto l'obiettivo della "cultura della stabilità".

Ovviamente, lo stesso tipo di considerazioni sarebbe valido per la Francia, il Belgio, la Danimarca, la Svezia, la Spagna e persino il Regno Unito, se fosse disposto ad accettare di far parte dell'UME. Utilizzare i criteri di convergenza in questa accezione renderebbe adeguato per l'operatività dell'UME il numero di paesi che potrebbero aderire.

Tuttavia, in questo modo non si raggiungerebbero le cifre formali imposte dai criteri di convergenza. Ma questo avrebbe importanza? Sì, soltanto se l'esistenza di un debito pubblico molto consistente creasse difficoltà per il mantenimento di una "cultura della stabilità" o per l'attuazione e il funzionamento di una politica di stabilità monetaria da parte della BCE. Non esiste una risposta chiara a tale quesito. La storia suggerisce che le economie possono sostenere la stabilità monetaria anche con elevati rapporti debito/Pil. Persino gli Stati Uniti del dopoguerra costituiscono un esempio di ciò. D'altro canto, è opportuno ricordare che nonostante il debito belga rappresenti un'elevata percentuale del Pil di quel paese, esso costituisce soltanto un'esigua percentuale del Pil dell'UE. Lo stesso vale per l'Italia. La dimensione e la struttura per scadenza del debito italiano possono creare difficoltà per l'efficacia della politica monetaria nazionale, ma tali difficoltà dovrebbero diminuire una volta che l'Italia facesse parte di un'unione monetaria.

Non vi sono motivi per modificare i criteri di convergenza, ma potrebbe essere molto utile reinterpretare le intenzioni che hanno dato luogo a tali criteri, dal momento che attualmente essi non misurano ciò per cui originariamente erano stati ideati. Inoltre, cosa di cui persino la Germania si sta rendendo conto, la loro rigida interpretazione ha un impatto perverso sui risultati economici, fino a generare condizioni nelle quali soltanto il Lussemburgo potrebbe partecipare alla terza fase, a meno di non modificarli talmente da correre il rischio che essi non rappresentino più ciò che erano stati chiamati originariamente a valutare - e cioè la fattibilità di una politica monetaria europea.

Infine, è importante ricordare che stabilire se un paese soddisfi i criteri di convergenza si basa, in ultima istanza, sulla decisione di una maggioranza qualificata del Consiglio europeo composta da capi di stato o di governo che agiscono secondo le indicazioni contenute nei rapporti indipendenti della Commissione e dell'IME. Esiste la possibilità di conflittualità tra le diverse indicazioni, e il Trattato ne fa menzione, ma lo stesso Trattato richiede l'opinione del Parlamento europeo, al quale si può ricorrere per dirimere tali conflitti.²

4. Il problema del controllo bancario

Esiste un ulteriore problema, connesso alla possibilità di manovrare con successo la politica monetaria europea. Una volta che abbia avuto luogo l'introduzione automatica della terza fase dovrà essere creata un'altra istituzione comunitaria. Seguendo l'insistenza della Bundesbank, inizialmente la vigilanza sul sistema bancario era stata esclusa dalle funzioni della BCE. L'articolo 3 (3) dello statuto della BCE si riferisce al contributo del SEBC «a una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto ri-

² Per maggioranza qualificata s'intende 62 sugli 87 voti assegnati proporzionalmente come segue: Germania, Francia, Regno Unito, Italia 10; Spagna 8, Belgio, Olanda, Grecia, Portogallo 5; Austria, Svezia 4; Danimarca, Finlandia, Irlanda 3; Lussemburgo 2. Se assumiamo che Francia, Italia, Spagna, Portogallo, Belgio, Olanda, Austria, Svezia, Irlanda e Lussemburgo ritengano di aver raggiunto i criteri di convergenza al "rito del passaggio" di cui si è detto sopra, ciò procura 56 voti nel Consiglio. I rimanenti voti si hanno da Germania e Regno Unito. Il Regno Unito gode di un'esenzione alla partecipazione (come la Danimarca), mentre la Corte Costituzionale tedesca ha decretato che il parlamento tedesco ha l'autorità di decidere riguardo al voto espresso dalla Germania nel Consiglio e dovrebbe interpretare rigorosamente le condizioni di convergenza. Ciò fa sorgere la possibilità che il Regno Unito voti a favore ed eserciti il suo diritto di non partecipare (*opt out*), ponendo la Germania nella difficile posizione di essere l'unica responsabile del successo dell'UME. Così, nonostante le condizioni di convergenza, sembra chiaro che la decisione finale sarà determinata da Germania e Regno Unito. In Germania vi saranno le elezioni nel 1998, e nel Regno Unito vi saranno probabilmente prima della fine del 1997. Poiché il Partito laburista è considerato più favorevole all'Europa di quanto non lo sia l'attuale governo Major (o qualsiasi futuro governo conservatore), qualora il Bundestag dovesse sconfiggere il governo Kohl e votare no, in tal caso il Regno Unito sarebbe nella posizione di negoziare ulteriori concessioni al fine di persuadere il governo britannico ad approvare l'Unione Monetaria. Questo permetterebbe alla Germania di evitare la responsabilità di posporre unilateralmente la terza fase. Tutto questo suggerisce che i criteri di convergenza non sono l'aspetto più importante nella decisione della terza fase.

guarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario», e il Trattato contiene circa le stesse parole nell'articolo 105 (5). L'articolo 105 (6) stabilisce che alla BCE vengano assegnati «compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie». Tuttavia, il Trattato non sembra indicare direttamente un qualche istituto comunitario che svolga il compito di autorità competente in materia. Si potrebbe interpretare che il Trattato dia un'indicazione del principio di sussidiarietà, e che consenta ai sistemi di supervisione nazionali di prevalere rispetto a un'istituzione europea. Ciò non sembra proponibile, innanzi tutto perché i sistemi nazionali differiscono tra loro rispetto al fatto che il controllo venga effettuato dalla banca centrale o da un'autorità indipendente. Generalmente si ritiene che l'autonomia di una banca centrale dipenda da quanto essa è autonoma per quel che riguarda vigilanza prudenziale e interventi di ultima istanza. La ragione principale è che si ritiene che possa esistere un conflitto tra gli obiettivi di stabilità monetaria e la stabilità del sistema finanziario. Se la BCE dev'essere realmente indipendente nell'attuazione della propria politica monetaria, non potrà certo preoccuparsi della stabilità o della sopravvivenza di particolari istituzioni finanziarie in conseguenza di tale politica. Vi è una certa simmetria tra i problemi creati dall'accumulazione di elevati debiti pubblici negli stati membri e i rischi di fallimento di banche in quegli stati membri che hanno sperimentato una forte partecipazione dello stato nel sistema bancario.

Come esempio di conflitto politico, si consideri il ricorso da parte della Federal Reserve statunitense a un lungo periodo di bassi tassi d'interesse all'inizio degli anni '90, allo scopo di ricostituire la stabilità del sistema finanziario. La Bundesbank affermerebbe che questo caso rappresenta la subordinazione della politica monetaria alla preservazione della stabilità delle istituzioni finanziarie. Un'azione del genere suggerisce la presenza di obiettivi multipli e riduce la credibilità di una banca centrale, che dovrebbe agire sostanzialmente in modo da portare avanti politiche di controllo dell'inflazione, indipendentemente dal loro impatto sui settori politico, reale o finanziario. Dunque l'articolo 109 E (5) che afferma che tutti i paesi debbono iniziare un processo che conduca all'«indipendenza della [...] banca centrale», implica che tutti i paesi debbano costituire istituzioni di vigilanza indipendenti, se ancora non le hanno, o, cosa più probabile, che il compito della vigilanza prudenziale debba essere assolto da un'istituzione comuni-

taria, che ancora dev'essere creata, e che sarà indipendente sia dalla BCE sia dal SEBC. Ben poco è stato ancora fatto per giungere alla creazione di tale istituzione, nonostante sia stato fatto molto per armonizzare a livello comunitario le regolamentazioni in tema di vigilanza nell'ambito delle diverse direttive bancarie, assicurative e mobiliari. Relativamente alle banche, le indicazioni più importanti sono quelle che riguardano i quozienti di adeguatezza di capitalizzazione, per i quali, in ogni caso, si erano già raggiunti accordi tra banche attive a livello internazionale sotto gli auspici della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI).

È chiaro che una volta che la terza fase avrà preso il via, ciascuna banca centrale dei «paesi interessati» emetterà euro-ecu per conto della BCE attraverso il SEBC. A questo punto non è più certo che continueranno a valere le indicazioni relative alle autorizzazioni per il paese individuale e alla vigilanza prudenziale. Già oggi la maggior parte dei paesi ha modificato la propria legislazione bancaria per consentire l'introduzione della banca universale, sul modello tedesco. Tuttavia, tali paesi non hanno ancora introdotto la regolamentazione prudenziale sul modello tedesco.

La natura delle regole prudenziali adottate in Germania è ben nota (cfr. Kregel 1992 e 1993). È sufficiente notare che i tedeschi richiedono un bilancio che grosso modo equilibri le attività e passività di breve e lungo periodo delle banche. Inoltre, essi adottano numerose misure tradizionali, come bilanci consolidati e requisiti di riserva. Il punto rilevante, per ciò che riguarda il problema della transizione alla terza fase, è la stretta relazione tra tale regolamentazione prudenziale e l'approccio tedesco all'attuazione della politica monetaria, e il fatto che tale approccio sembra contrastare con i cambiamenti che stanno avvenendo nell'ambiente finanziario internazionale.

Il primo punto può essere esemplificato chiaramente con riferimento ai requisiti minimi di riserva obbligatoria. La Bundesbank ha sempre considerato importanti i requisiti di riserva, a causa del loro ruolo nel controllo della liquidità delle banche e, di conseguenza, dell'attività creditizia delle banche verso il settore privato. Tali requisiti non sono considerati parte della regolamentazione prudenziale delle banche, dal momento che rappresentano un cuscinetto contro il rischio di liquidità. Piuttosto, si guarda a essi come a un metodo per stabilizzare i tassi d'interesse. Infatti, le riserve costituiscono probabilmente lo strumento più frequentemente e sostanzialmente utilizzato nell'ambito dell'«arsenale» della Bundesbank. Dunque, la Bundesbank

ha opposto strenua resistenza alla tendenza verso l'eliminazione delle riserve a seguito della concorrenza tra i sistemi finanziari comunitari dopo l'introduzione delle licenze bancarie comunitarie. Recentemente, in seguito ai vantaggi offerti alle banche tedesche che operano nei mercati internazionali, la Bundesbank è stata costretta a ridurre i propri requisiti minimi al 5% per i depositi a vista e al 2% per quelli vincolati. Così il ruolo delle riserve è cambiato, ed esse non vengono più utilizzate attivamente. Tuttavia, secondo la Bundesbank esse sono ancora importanti come termostato che induce la banca a reagire a modifiche dell'offerta di moneta decise nell'ambito di una politica monetaria volta a raggiungere obiettivi in termini di M3. La Bundesbank ritiene che senza requisiti di riserva obbligatoria non sarà più in grado di controllare l'attività creditizia delle banche. Va sottolineato che la politica delle riserve attuata dalla Germania è sempre stata molto più flessibile che nella visione monetarista. I quozienti di riserva debbono essere soddisfatti su base mensile e sono in realtà disponibili come capitale d'esercizio. Ciò significa che la Bundesbank non dev'essere fortemente presente sul mercato per compensare cambiamenti imprevisi delle condizioni del mercato monetario. Quando i requisiti di riserva eccedono il capitale d'esercizio desiderato dalle banche, esse possono soddisfare le loro necessità addizionali ricorrendo alla Bundesbank. È da qui che deriva il controllo monetario sull'attività creditizia delle banche, così come la stabilità della domanda di moneta di lungo periodo in Germania, che è la base per questo tipo di politica.

La seconda parte di questa politica è l'equilibrio dei bilanci. Se si verificano variazioni dei tassi d'interesse sul mercato monetario, un inasprimento sul breve termine causa generalmente un aumento della domanda di depositi a breve e una caduta della domanda di finanziamenti a breve. A causa del principio della banca universale e delle condizioni di equilibrio delle scadenze, l'aumento dei tassi a breve indirizzerà la domanda verso il comparto a medio-lungo termine, costringendo le banche a reperire fondi sul mercato mobiliare per ottenere l'equilibrio. In questo modo, l'aumento dei tassi d'interesse si diffonde sul mercato e causa uno spostamento verso le attività sul mercato dei capitali, e di conseguenza una caduta di M3.

Ed è proprio qui che sorge il problema. Nessun altro paese comunitario mostra la stessa stabilità della domanda di moneta osservabile in Germania. Da ciò che si è affermato in questa sede, tale stabilità è in realtà in gran parte dovuta alla regolamentazione pru-

denziale applicata alla struttura della banca universale. Questa è inoltre la ragione dell'affermazione per cui se la BCE dovrà attuare la sua politica lungo le linee attualmente seguite dalla Bundesbank, ci sarà bisogno di un'autorità di vigilanza e di regolamentazione prudenziale simile a quella che opera in Germania.

Il secondo punto consiste nel domandarsi se un tale sistema possa efficacemente essere attuato nel resto della Comunità e, cosa ancor più importante, se possa essere adottato nell'attuale contesto finanziario internazionale. Esiste già un gruppo di paesi con un sistema bancario predominante di tipo tedesco (Austria, Paesi Bassi, Belgio, Lussemburgo), tuttavia i loro sistemi di regolamentazione sono piuttosto diversi (ad esempio in Belgio non esistono requisiti di riserva) e alcuni di questi paesi, come ad esempio il Lussemburgo, non saranno probabilmente disposti ad adeguarsi completamente alla Germania per considerazioni legate alla concorrenza. Anche se la regolamentazione prudenziale tedesca venisse introdotta a livello comunitario, è improbabile che si otterrebbe la stessa stabilità monetaria. Dunque, le basi per l'attuazione della politica monetaria da parte della BCE sul modello tedesco risultano minate.

Inoltre, fatto ancora più importante, l'intero fondamento della regolamentazione tedesca consiste nel fatto che il sistema bancario dipende dalla banca centrale per quanto attiene alla propria liquidità e dunque alla propria attività creditizia. D'altro canto, i principi del capitale e della liquidità regolano le attività e le passività, e dunque il rischio, in funzione delle scadenze. Il ruolo dei titoli a lunga scadenza, in particolare i titoli bancari, è particolarmente importante.

Tuttavia, la gestione moderna del sistema bancario differisce in modo sostanziale da questo modello. Le banche sono sempre più limitate nella loro attività dalla propria capacità di reperire fondi da istituzioni diverse dalla banca centrale, sui mercati internazionali. Nel momento in cui cadono i requisiti di riserva, crolla anche la probabilità che le riserve stesse eccedano il capitale d'esercizio delle banche. Ciò elimina uno degli elementi base del funzionamento della politica monetaria tedesca.

Inoltre, le banche non gestiscono più i loro bilanci secondo criteri legati alle scadenze. Tutte le attività e le passività vengono scomposte nelle loro componenti di rischio. Un titolo a tasso fisso a lungo termine può essere convertito in uno a tasso variabile attraverso uno *swap*. A questo punto il titolo mostra un comportamento simile a un'attività a breve. Allo stesso modo, posizioni sul lungo termine

possono essere ottenute acquistando contratti *futures*. Non è necessario considerare tutte le possibilità dell'ingegneria finanziaria per rendersi conto che una regolamentazione delle banche basata su considerazioni di scadenza, quando esse operano sulla base di considerazioni di rischio, creerebbe forti inefficienze. O, alternativamente, creerebbe vantaggi per banche regolate sulla base di considerazioni di rischio. Questo è precisamente ciò che è accaduto nella commissione della BRI che si è occupata della regolamentazione del rischio di prezzo o di mercato nel sistema bancario internazionale. Sembra che le banche abbiano vinto la battaglia per poter essere regolate sulla base di tecniche per la gestione del rischio. Ovviamente, se le banche dell'Unione dovranno operare nell'ambito di una supervisione basata sulla gestione delle scadenze, si troveranno di fronte a uno svantaggio competitivo. La decisione delle banche tedesche di spostare la maggior parte della propria attività internazionale al di fuori della Germania, acquistando banche inglesi e lasciandole operare a Londra, esemplifica il problema. Questa è la risposta alla politica della Bundesbank, che ha sempre ostacolato innovazioni che potessero minacciare la sua capacità di attuare con successo la politica monetaria indebolendo le relazioni classiche della domanda di moneta. Il recente ritardo nella creazione dei fondi del mercato monetario è uno dei punti in questione.

Naturalmente ciò significa anche che se le banche dell'Unione seguiranno principi di gestione del rischio, non sarà più possibile riottenere in ambito comunitario la stabilità monetaria finora presente in Germania. Non disponiamo di esperienze relativamente all'impatto del controllo monetario sul comportamento creditizio di banche che operano secondo principi di controllo del rischio.

Dunque, la costituzione di un'istituzione che gestisca la regolamentazione prudenziale della Comunità Europea non è ancora stata avviata. Sembra chiaro che essa dovrà esistere se la terza fase sarà avviata il 1° gennaio 1999. Sembra inoltre probabile che tale istituzione tenderà a replicare il sistema di regolamentazione prudenziale e di controllo dell'attività del sistema bancario adottati in Germania. Tuttavia, nonostante il fatto che il sistema tedesco sia relativamente libero da restrizioni sull'attività bancaria, esso risulta basato su un metodo di valutazione del rischio sempre meno in voga nel sistema. Sembra evidente che tale metodo sia stato conservato perché sostiene la stabilità della funzione di domanda di moneta che la Bundesbank utilizza come base per la propria politica di obiettivi monetari.

Se la Bundesbank avesse successo, essa introdurrebbe una struttura inusitata che sarebbe operativamente inefficiente, dal momento che non garantirebbe il controllo monetario e potrebbe le banche europee in sostanziale svantaggio nei confronti di banche che operano secondo principi più moderni sui mercati internazionali. Le discussioni relative alla regolamentazione prudenziale del rischio di mercato del sistema bancario, attualmente in corso sotto gli auspici della BRI, dovrebbero essere proseguite anche nell'ambito della Comunità. Esse non soltanto saranno importanti per quanto attiene alla regolamentazione che le nuove autorità di controllo nell'ambito della Comunità dovrebbero applicare, ma avranno importanti implicazioni anche per quel che riguarda l'efficacia della politica monetaria della nuova BCE. Per questa ragione tali discussioni dovranno essere concluse per il 1999. Con tutta probabilità le regole non saranno le stesse utilizzate attualmente dalla Germania.

BIBLIOGRAFIA

- ISSING, OTMAR (1993), "Central bank policy-goals and reality," in P. Arestis ed., *Money and Banking - Issues for the Twenty-first Century*, Macmillan, London.
- KREGEL, J.A. (1992), "Banca universale, riforma del sistema bancario statunitense e concorrenza finanziaria nella Comunità europea", *Moneta e Credito*, n. 179, settembre, pp. 289-314.
- KREGEL, J.A. (1993), "Bank supervision: the real hurdle for European Monetary Union", *Journal of Economic Issues*, June, pp. 667-76.