

Fuori al freddo? Inclusi ed esclusi nel 1999: le opzioni realizzabili e quelle non realizzabili

LUIGI SPAVENTA

1. Introduzione

Con l'avvicinarsi della scadenza ultima stabilita per l'inizio della terza fase dell'UME e l'adozione di una moneta unica, i problemi tecnici, economici e politici sembrano aumentare in numero e in dimensione. Non risulta sempre chiaro quali di questi siano nuovi e quali invece già esistessero ma fossero stati opportunamente ignorati o dimenticati; quali siano reali e quali invece una trovata dell'ultimo minuto per evitare un indesiderato tuffo nell'ignoto. Questo breve articolo ne esaminerà solo uno: quello riguardante il regime che deve regolare i rapporti tra la moneta unica (o, nella terza fase, tra le valute degli stati membri che soddisfano alle condizioni necessarie per l'adozione della moneta unica) e le monete degli stati membri con deroga.

Si tratta, diversamente dagli altri casi, di un problema preciso; tuttavia, le sue implicazioni sono più ampie di quelle associate alla scelta di un sistema di cambio, poiché dipenderà anche dalla sua soluzione se la condizione di deroga sarà quella di un limbo perpetuo o di un temporaneo purgatorio. Si tratta di un problema concreto e, in un certo qual modo, nuovo: per motivi che dovranno essere svelati dagli esperti di storia della diplomazia, o perché si era pensato che tutte le parti coinvolte sarebbero state pronte a prendere il treno della moneta unica al momento stabilito, o per semplice negligenza, gli

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

estensori del Trattato di Maastricht hanno lasciato una lacuna, fino a poco tempo fa nascosta dal polverone sollevato dall'intensa disputa accademica e mediatica sui criteri di convergenza. Infine tale problema ha una dimensione politica non meno che economica, sia per le sue implicazioni istituzionali, sia per il complesso insieme di convenienze che le soluzioni alternative offrono alle parti in causa.

Trattare isolatamente questo problema specifico, trascurando tutti gli altri che vengono dibattuti in questa stagione pre-UME, è legittimo e pertinente se si accettano le seguenti ipotesi – siano esse o meno plausibili o auspicabili –:

(i) la terza fase dell'UME inizierà il 1° gennaio 1999, senza alcuna proroga *de jure* o *de facto*. Quindi l'esame *ex* articolo 109 J avrà luogo nella prima metà del 1998, basandosi sui risultati del 1997, come è stato deciso nel Consiglio di Malaga del 1995.

(ii) I criteri di convergenza rimarranno immutati, senza alcun rilassamento implicito o esplicito. In particolare la discrezionalità prevista dall'articolo 104 C (2) verrà forse usata per valutare la sostenibilità del rapporto tra debito pubblico e Pil, ma non sarà applicata al rapporto tra disavanzo pubblico e Pil, per il quale si chiederà il rispetto rigido del limite del 3%, e addirittura di un limite inferiore per i paesi ad alto debito.

(iii) Vi sarà una massa critica di stati membri che soddisferanno alle condizioni sufficienti per l'avvio della moneta unica: due, forse tre, tra i paesi più grandi (Francia, Germania, forse Spagna) e un certo numero di paesi piccoli.

(iv) Il calendario della procedura d'esame e la rigida applicazione dei criteri impedirà d'altro canto ad almeno uno e, più probabilmente, a due stati membri tra i maggiori (Italia, forse Spagna), così come ad alcuni stati più piccoli, di rispettare le condizioni necessarie per l'ammissione. All'inizio questi stati membri avranno una deroga *ex* articolo 109 K (1) e (3), ma si adopereranno per far abolire la deroga tramite la procedura prevista dall'articolo 109 K (2).

(v) Nessuno dei due stati membri con clausola di *opt out* (non partecipazione) – Danimarca e Regno Unito – parteciperà alla terza fase, perlomeno inizialmente.

Nell'ambito di queste ipotesi, l'articolo sarà organizzato nel modo seguente: la prossima sezione verificherà più da vicino, facendo riferimento al testo del Trattato, il possibile insorgere di un problema alla "Comma 22"¹ per i ritardatari ed esaminerà se nei testi del Trattato e del Protocollo esista un margine per eventuali soluzioni. La sezione 3 offrirà una rassegna delle opzioni concepibili riguardanti le relazioni tra i paesi ammessi a partecipare alla terza fase, definiti inclusi (*insiders*) e i paesi non partecipanti detti esclusi (*outsiders*). Vi saranno riferimenti espliciti a una serie di proposte avanzate recentemente. La sezione 4 descriverà i vincoli a cui dovrà sottostare una scelta, e i costi e i benefici di soluzioni alternative per gli Euro-paesi (gli inclusi) e per il meno omogeneo gruppo degli esclusi. Alla luce di questa analisi, la sezione 5 esaminerà in primo luogo l'applicabilità delle opzioni alternative, la maggior parte delle quali non supera la prova di compatibilità con i vincoli politico-istituzionali; sulla base di altre proposte, si proporrà poi una possibile soluzione che sia praticabile da un punto di vista istituzionale e sia economicamente accettabile. Nella sezione 6 verranno tratte le conclusioni.

2. Comma 22?

Uno dei criteri che devono essere osservati per essere ammessi alla terza fase dell'Unione Monetaria richiede «il rispetto dei margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio del Sistema Monetario Europeo, [...] senza svalutazioni nei confronti della moneta di qualsiasi altro stato membro» (articolo 109 J (1), terzo trattino) e «senza gravi tensioni per almeno due anni prima dell'esame» (articolo 3 del Protocollo sui criteri di convergenza). Il concetto di «margini normali di fluttuazione» sembra essere stato benevolmente reso più flessibile per ammettere la maggior libertà concessa dai margini del

¹ Da *Comma 22*, un romanzo di Joseph Heller. Per essere tenuto a terra e non combattere su un bombardiere dell'aeronautica statunitense, un pilota decide di dichiararsi pazzo, perché gli ufficiali medici hanno l'obbligo di tenere a terra chiunque sia folle. Ma la richiesta di rimanere a terra dimostra in modo incontrovertibile che chi la presenta è sano di mente. Solo chi è matto non chiede di restare a terra, ma senza richiesta l'esonero dalle missioni non può essere concesso. Quindi la richiesta o non viene presentata o dimostra che il richiedente non è pazzo. In entrambi i casi il pilota deve volare, anche se è pazzo.

15% introdotti nell'agosto 1993. Ipotizziamo che ciò sia vero;² rimane comunque il fatto che «il requisito di essere membro del meccanismo di cambio resta un elemento del Trattato».³

Agli stati membri che non soddisfino ai criteri di convergenza stabiliti nell'articolo 109 J (1) si applica una deroga, ed essi vengono esclusi da tutti i diritti e gli obblighi propri all'adozione di una moneta unica (articolo 109 K (1) e (3)-(5)). La posizione di uno stato membro con deroga sarà riesaminata almeno una volta ogni due anni o a sua richiesta: se esso soddisfa «alle condizioni necessarie sulla base dei criteri di cui all'articolo 109 J (1)», la deroga sarà abolita (articolo 109 K (2)): una di queste condizioni è, come abbiamo visto, il rispetto dei margini normali di fluttuazione stabiliti dal meccanismo di cambio dello SME per almeno due anni.

Tuttavia è quasi certo che, con il 1° gennaio 1999, lo SME stesso cesserà di esistere. Uno dei due passaggi nei testi del Trattato in cui viene citato lo SME in collegamento con la terza fase è l'articolo 23 dello Statuto dell'Istituto Monetario Europeo, riguardante la liquidazione dell'Istituto e il trasferimento di tutte le sue attività e passività alla Banca Centrale Europea. I paragrafi 2 e 3 recitano:

«Il meccanismo per la creazione di ECU a fronte di oro e dollari statunitensi, di cui all'articolo 17 dell'accordo SME, sarà liquidato entro il primo giorno della terza fase dell'Unione economica e monetaria conformemente alle disposizioni dell'articolo 20 di detto accordo».

«Tutte le attività e le passività derivanti dal meccanismo di finanziamento a brevissimo termine e dal meccanismo di sostegno monetario a breve termine [...] sono regolate entro il primo giorno della terza fase».

È inoltre ovvio che la Banca Centrale Europea non è parte nell'accordo del 13 marzo 1979 tra le banche centrali degli stati membri, che stabilisce le procedure operative dello SME, e non può essere vincolata dagli obblighi che ne derivano a meno che non si

² Si veda il parere formale approvato dal Consiglio dell'Istituto Monetario Europeo il 7 ottobre 1994, successivamente adottato dal Consiglio Ecofin, in cui si giudica «consigliabile mantenere gli accordi attuali» (la banda del 15%). Si raccomanda solo «che gli Stati membri continuino a perseguire l'obiettivo di evitare importanti fluttuazioni del tasso di cambio» (European Monetary Institute 1995a); in teoria è possibile, tuttavia, che le «importanti fluttuazioni», sebbene all'interno della banda più ampia, siano interpretate come un segno di «gravi tensioni» dall'IME e nella Relazione della Commissione sulla convergenza.

³ European Monetary Institute (1995b, p. 33).

stipuli un nuovo accordo in tal senso. Da ciò l'interrogativo: come si possono rispettare «i margini normali di fluttuazione previsti dal meccanismo di cambio» dello SME, se quest'ultimo non esiste più?

Per cercare di aggirare tale questione, si potrebbe argomentare: (i) che il criterio stabilito nell'articolo 109 J (1) non richiede una *partecipazione* al meccanismo di cambio, così che in teoria anche un paese non partecipante potrebbe rispettare «i margini normali di fluttuazione»; (ii) che il requisito secondo cui prima della terza fase ogni stato membro deve considerare «la propria politica del cambio come un problema di interesse comune» e tenere «conto delle esperienze acquisite grazie alla cooperazione nell'ambito del Sistema monetario europeo» (articolo 109 M (1)) è estendibile agli stati membri con deroga nella terza fase (articolo 109 M (2)); (iii) che, secondo l'articolo 44 dello Statuto della BCE, questa «assume quei compiti propri dell'IME che, a causa delle deroghe di uno o più stati membri, devono essere ancora adempiuti nella terza fase» e che tra questi compiti figurano la sorveglianza del funzionamento dello SME e le precedenti funzioni del Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria. E allora? È difficile concepire come questi frammenti possano comporsi in una soluzione al problema. La partecipazione può non essere essenziale; ma è difficile fare riferimento a margini normali di fluttuazione per analogia, se prima non si definisce una parità centrale tra l'euro e ogni valuta esterna. Per quanto poi riguarda gli articoli 109 M del Trattato e 44 dello Statuto della BCE, essi potranno offrire un'utile base giuridica e istituzionale per un nuovo accordo in sostituzione dello SME, ma di per sé non possono sostituirsi a esso.⁴

Riassumendo, se la BCE non sarà un successore delle banche centrali degli inclusi per quanto riguarda la partecipazione allo SME, questo cesserà di esistere. Il Trattato, mentre tace sul regime di cambio tra la moneta unica e le monete dei paesi con deroga, stabilisce d'altra parte alcune condizioni per la politica di cambio che presuppongono l'esistenza di un qualche accordo sui tassi di cambio.

Non si può negare che un problema esista. Ed è un problema che è sempre esistito, fin da quando il Trattato è stato siglato nel 1991 e firmato e ratificato nel 1992; eppure funzionari e accademici sembrano averlo scoperto soltanto nel 1995, quando ci si è resi conto che l'unione monetaria potrebbe dopo tutto iniziare nel 1999 e che

⁴ Si veda anche Kenen (1995).

solo una parte dei membri dell'UE riusciranno a entrarvi a quella data. Il Consiglio di Madrid ne ha riconosciuto l'esistenza e ha deciso che «le relazioni future tra gli Stati membri che partecipano all'area dell'Euro e quelli che non vi partecipano dovranno essere decise prima di passare alla fase 3», ma non ha indicato alcuna direttiva quando ha affidato al Consiglio Ecofin, alla Commissione e all'IME l'incarico di «studiare le molteplici questioni sollevate» dalla coesistenza di esclusi e inclusi.⁵ Il problema è tale da non avere una soluzione ovvia e indolore. Una tassonomia delle opzioni possibili e dei probabili vincoli a esse deve essere preliminare a una discussione sulla loro attuabilità politica ed economica.

3. Una tassonomia delle opzioni⁶

Vi sono tre opzioni principali, ognuna con alcune varianti: (a) nessun accordo di cambio di alcun tipo tra l'euro e le valute esterne; (b) assetti unilaterali di politica di cambio da parte degli esclusi; (c) assetti multilaterali tra la moneta unica e gli esclusi.

a - Nessun accordo di cambio.

Vi sono due varianti.

a.1 - Nessuna disciplina di alcun tipo imposta dall'esterno, con le valute degli esclusi lasciate libere di fluttuare senza ulteriori condizioni.

a.2 - Invece di un accordo di cambio, *obiettivi di inflazione (inflation targeting)* da parte di tutti i paesi implicati. La tradizione orale porta a identificare questa possibilità con la posizione britannica a livello ufficiale. Con vari gradi di raffinatezza teorica, la stessa proposta è stata presentata da Dewatripont *et al.* (1995) e da Persson e Tabellini (1996), che prevedono anche un sistema di sorveglianza multilaterale e, se possibile, di decisioni multilaterali, a livello di UE e di BCE circa gli obiettivi convenuti. Si presume in questa proposta che un controllo coerente dell'inflazione dovrebbe condurre non solo alla convergenza dell'inflazione, ma anche alla stabilità del cambio.

⁵ Consiglio Europeo di Madrid, 15 e 16 dicembre 1995, *Conclusioni della Presidenza*.

⁶ V. anche Thygesen (1995).

b - Assetti unilaterali

La definizione di un obiettivo di cambio della propria moneta rispetto all'euro, si tratti di un obiettivo non formalizzato o di un aggancio formale, verrebbe lasciata alla responsabilità e alla decisione del singolo *escluso senza alcun coinvolgimento della BCE nella decisione e senza alcun cambiamento nello status dell'escluso*. Nel caso di un attacco speculativo l'escluso dovrebbe sopportare l'intero onere degli interventi difensivi; in alternativa, potrebbe modificare a sua discrezione il tasso di cambio. A norma di Trattato, gli stati membri con deroga resterebbero esentati da tutti i diritti e da tutti gli obblighi dei paesi a moneta unica.

c - Assetti multilaterali

Vi è una gamma di accordi multilaterali possibili, che vanno dall'impegno multilaterale più debole a quello più forte.

c.1 - La forma più debole di accordo multilaterale è quella in cui la parità stabilita da un escluso, insieme ai margini di fluttuazione autorizzati, è *riconosciuta e accettata dagli Euro-paesi*, probabilmente a livello Ecofin. Ne consegue che ogni cambiamento della parità dovrebbe essere notificato a questi e da questi accettato. La BCE non assumerebbe alcun impegno esplicito o implicito a difendere la parità, mentre gli esclusi continuerebbero a essere esentati dai diritti e dagli obblighi assegnati dal Trattato agli inclusi. Le parità verrebbero stabilite *in via bilaterale*, tra l'euro e ognuna delle monete esterne, senza obblighi multilaterali tra le valute esterne.

c.2 - L'accettazione reciproca di una parità potrebbe essere rafforzata da ulteriori impegni delle parti in causa. Così, è stato proposto che all'escluso prossimo alla promozione venga concesso uno *status* di associato alla BCE, con partecipazione al Consiglio direttivo (e non solo al Consiglio generale) della BCE, senza però diritto di voto e quindi senza partecipazione alla gestione dell'UME fintanto che non abbia soddisfatto alle altre condizioni (De Grauwe 1995).⁷ Una

⁷ Secondo lo Statuto della Banca Centrale Europea, i Governatori delle banche centrali degli stati membri con deroga non sono membri del Consiglio direttivo (articolo 43.4). Sono membri del Consiglio generale (articolo 45), che ha compiti consultivi generali (e generici) ma nessuna influenza sulla condotta della politica monetaria comune (articolo 47).

proposta parallela (Thygesen 1995; Gros 1996) è quella di accompagnare l'accordo di cambio bilaterale tra l'euro e una moneta esterna con una qualche forma di condizionalità. Allo stato membro con deroga che sia parte di un accordo di cambio, sebbene privo di diritti, verrà richiesto di accettare alcuni degli obblighi più importanti derivanti dall'appartenenza all'UME: seguire le direttive di politica monetaria stabilite dalla BCE, far parte di un regime unificato di pagamenti, mettere in comune una parte delle riserve valutarie nel SEBC, esporsi alle sanzioni della procedura sui disavanzi eccessivi.⁸ Tutto ciò verrebbe ufficialmente riconosciuto dall'Unione insieme a un programma di convergenza che stabilisca una scadenza per l'osservanza dei criteri fiscali. Il rispetto di tale programma darebbe diritto all'escluso a interventi (anche se a discrezione) di sostegno della parità della sua valuta da parte della BCE. Per sottolineare l'asimmetria di tale assetto, mentre gli interventi della BCE dovrebbero essere affatto sterilizzati, l'escluso si dovrebbe impegnare a non sterilizzare i propri.⁹

c.3 – La forma più forte di assetto multilaterale consisterebbe nella ricostituzione di un accordo stile SME, con una griglia di parità centrali reciprocamente coerenti e margini di fluttuazione autorizzati e, soprattutto, con meccanismi di sostegno e con una definizione degli obblighi d'intervento.

4. Vincoli, incentivi e disincentivi

La scelta tra le opzioni appena presentate non può essere compiuta basandosi solo sulla pura teoria economica – anche supponendo che la teoria economica possa indicare una scelta non ambigua. Vi

⁸ L'articolo 109 K (3) del Trattato elenca gli altri articoli del Trattato che non sono applicabili agli stati membri con deroga; l'articolo 43.1 dello Statuto del SEBC e della BCE elenca gli articoli dello Statuto che «non conferiscono alcun diritto o non impongono alcun obbligo» allo stato membro in questione. Gli obblighi più importanti riguardano le sanzioni per disavanzi eccessivi, l'accettazione delle decisioni e delle istruzioni della BCE in materia di politica monetaria, la messa in comune di parte delle riserve valutarie e la condotta di operazioni di cambio. I diritti sono quelli derivanti dalla partecipazione alla BCE e ai suoi organi decisionali.

⁹ Per aumentare la credibilità dell'obiettivo di cambio, viene suggerito che l'escluso operi con un *currency board* (Gros 1996).

sono vincoli politico-istituzionali da considerare, nonché gli incentivi e i disincentivi per gli Euro-paesi e per ciascun escluso impliciti in ogni soluzione.

Un *primo vincolo* è che una successiva ammissione alla moneta unica non debba essere resa né impossibile né soggetta a un grado di discrezione *restrittiva* che non trova spazio nella lettera o nello spirito del Trattato. L'unico grado di discrezionalità presente nel Trattato è *permissivo* e riguarda la valutazione dell'osservanza da parte dello stato membro dei criteri del debito e del disavanzo. Nessuna discrezionalità, né restrittiva, né permissiva, è concessa per i criteri riguardanti i tassi d'inflazione e d'interesse. Per quanto concerne il criterio del tasso di cambio, è probabile che una discrezionalità si applichi nel senso di estendere l'interpretazione di "normale" dai precedenti margini di fluttuazione "normali" del 2,25% dello SME ai margini allargati del 15%, mentre vi potrebbe essere spazio per una discrezionalità *restrittiva* nella definizione di «gravi tensioni» dell'articolo 3 del Protocollo sui criteri di convergenza. Da tale vincolo derivano due conseguenze. Visto che *bisogna* trovare un modo per eliminare l'effetto "comma 22" descritto nel paragrafo 2, un requisito minimo è che l'articolo 109 J (1), terzo trattino, non venga interpretato (per quanto possibile) come un stretto obbligo a *partecipare* al meccanismo di cambio del Sistema Monetario Europeo, per il valido motivo che quest'ultimo non esiste più. In secondo luogo, qualunque sia il criterio prescelto in materia di tasso di cambio degli esclusi, esso deve essere preciso (salvo, forse, per le «gravi tensioni») e non prestarsi a interpretazioni arbitrarie.

Un *secondo vincolo* deriva dal consenso sull'opportunità di evitare modifiche formali al Trattato per quanto riguarda il Titolo VI sulla "Politica economica e monetaria" e i protocolli appartenenti a questo Titolo,¹⁰ pur se, come vedremo, un'aggiunta potrà rivelarsi necessaria. I motivi sono vari. Si teme che, una volta ammessa la possibilità di revisione, sarebbe difficile limitare i cambiamenti al criterio del tasso di cambio nel caso di ammissione tardiva: tutti si guardano bene dall'aprire un vaso di Pandora i cui contenuti sono difficilmente prevedibili.¹¹ Il processo formale di revisione e di rati-

¹⁰ È utile ricordare in questo contesto che l'ordine del giorno della Conferenza intergovernativa che inizierà nel marzo del 1996 sarà consacrato all'unione politica e alle istituzioni dell'UE e non includerà l'Unione Economica e Monetaria.

¹¹ Alcuni possono essere già previsti: è noto il punto di vista britannico secondo il quale, nella decisione del 1998 circa i paesi ammessi alla terza fase nel 1999, la partecipazione al meccanismo di cambio dello SME non debba essere considerata condizione necessaria, se gli altri criteri di convergenza sono soddisfatti.

fica a livello nazionale è lungo e complesso e, in certi paesi, potrebbe aprire la strada a nuovi referendum. Se questo vincolo resta valido, ne consegue che, per essere *praticabile*, qualsiasi soluzione al problema che stiamo considerando deve essere tale da poter essere presentata come derivante da una legittima interpretazione del testo esistente: al massimo dovrebbe richiedere non più di un protocollo aggiuntivo che chiarifichi e interpreti il testo in vigore.

Passando agli *incentivi* e *disincentivi*, consideriamo in primo luogo la posizione degli inclusi. È facile individuare in questo caso un forte disincentivo e un incentivo altrettanto forte a stabilire una relazione formale tra l'euro e le monete dei bocciati. Il disincentivo trae origine dall'ovvia interferenza di una politica di cambio con la politica monetaria. La neonata Banca Centrale Europea dovrà costruire e consolidare la sua reputazione nel perseguimento della stabilità dei prezzi - «l'obiettivo principale» che il Trattato (articolo 105) e lo Statuto (articolo 2) attribuiscono a essa: l'indipendenza formale e l'adozione del modello della Bundesbank nel suo Statuto sono di aiuto, ma non possono totalmente surrogare qualcosa che non esiste ancora e che solo un comportamento coerente nei prossimi anni potrà raggiungere. Ne risulta che la BCE godrà, almeno all'inizio, di una minore libertà nella conduzione della politica monetaria rispetto a una banca centrale di provata reputazione: quest'ultima può permettersi un improvviso incremento dell'offerta di moneta, visto che l'esperienza dimostra che la situazione sarà mantenuta sotto controllo; non così la prima, priva di un passato che la garantisca. L'adesione a un accordo di cambio introduce un elemento di potenziale o reale endogenità dell'offerta di moneta: può come tale mettere a repentaglio il compito della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi e indebolire all'inizio la sua reputazione. Che un problema esista in questo caso viene confermato dai sospetti suscitati dall'articolo 109 del Trattato, che attribuisce al Consiglio il potere di «concludere accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'ECU nei confronti delle valute non comunitarie» o, in mancanza di tale sistema, di «formulare gli orientamenti generali di politica del cambio nei confronti di» una o più valute non comunitarie.

Di segno opposto al disincentivo delle autorità monetarie è la richiesta proveniente dai settori produttivi degli inclusi di mantenere le valute degli esclusi sotto controllo, obbligandoli a osservare un obiettivo di cambio. L'ipotesi accolta in questo caso è che, se le valute degli esclusi vengono lasciate libere di fluttuare, i movimenti dei loro

tassi di cambio nominali non saranno stazionari, ma seguiranno una tendenza al deprezzamento. La previsione che a lungo termine tali movimenti verranno compensati da paralleli sviluppi inflazionistici, così da non creare effetto sul tasso di cambio reale, è di magra consolazione. Come dimostrano l'esperienza del dollaro, ma anche quella recente della lira, della peseta e della sterlina, occorre molto tempo perché prezzi dei beni e del lavoro vischiosi (a volte resi più vischiosi da valide politiche dei redditi, come in Italia) raggiungano i prezzi volatili delle attività finanziarie: il lungo termine potrebbe diventare molto lungo e rendere la transizione molto dolorosa.

Le tabelle 1-4 dimostrano l'interesse degli inclusi a trovare un modo per vincolare il valore esterno delle valute degli esclusi. Le esportazioni tedesche verso i quattro possibili maggiori esclusi ammontano al 21% del totale e al 36% delle esportazioni verso i paesi dell'UE; le importazioni dai quattro paesi in questione sono rispettivamente il 20% del totale e il 35,5% delle importazioni dall'UE. Più del 32% delle esportazioni italiane approdano in Francia e in Germania, rappresentando oltre il 10% e il 9% delle importazioni di questi due paesi. Per Italia, Spagna e Svezia il deprezzamento nominale effettivo avvenuto fra il terzo trimestre del 1992 e il terzo trimestre del 1995 ha provocato un deprezzamento reale pari o superiore in termini di costo unitario del lavoro e, per l'Italia, un deprezzamento sensibile, anche se inferiore, in termini di indice dei prezzi alla produzione. L'aumento (non transitorio) della competitività ha permesso nei paesi che hanno svalutato un incremento più rapido delle esportazioni e un miglioramento assoluto e relativo nei margini di profitto, come mostra il confronto fra i cambi reali in termini di costo unitario del lavoro e in termini di prezzi alla produzione.¹²

Quando si considerano gli esclusi, vi sono differenze profonde tra quelli che vogliono entrare nella terza fase dell'Unione Monetaria,

¹² La storia fornisce prove ulteriori della persistenza degli effetti reali degli apprezzamenti e dei deprezzamenti nominali. Tra il 1923 e la stabilizzazione del 1926 rispetto alle valute legate all'oro, la lira subì un deprezzamento effettivo nominale di circa il 23%, accompagnato da un quasi uguale deprezzamento effettivo reale. Lo stesso accadde al franco francese. Al contrario, dopo il 1931, quando la sterlina abbandonò l'oro, mentre la lira mantenne la parità con l'oro, la moneta italiana si apprezzò nominalmente e in termini reali di un 25% in tre anni.

TABELLA 1

GERMANIA - QUOTE DI COMMERCIO ESTERO 1994

	Esportazioni		Importazioni	
	Su totale	Su UE	Su totale	Su UE
Italia	7,6	13,1	8,4	15,1
Spagna	3,2	5,5	2,8	5,0
Svezia	2,2	3,8	2,3	4,1
Inghilterra	8,1	13,9	6,3	11,3
Totale	21,1	36,3	19,8	35,5

Fonte: Deutsche Bundesbank, *Monthly Report*.

TABELLA 2

ITALIA - QUOTE DI COMMERCIO ESTERO 1994

	Esportazioni			Importazioni	
	Su totale	Su UE	Su importazioni	Su totale	Su UE
Francia	13,1	24,5	10,5	13,6	24,1
Germania	19,0	35,6	8,7	19,2	34,2

però non sono in grado di farlo fin dall'inizio, perché non soddisfano ai criteri, ma anelano a una ammissione posticipata, da un lato, e almeno uno o due paesi che hanno chiesto e ottenuto una clausola di *opt out* (non partecipazione) per la terza fase. Tra essi il Regno Unito, ipotizzando che la sua posizione attuale rimanga immutata, non ha chiaramente alcun incentivo a partecipare a un accordo formale sul tasso di cambio tra l'euro e le valute esterne. È naturale che un paese che soddisfa ai criteri ma non è intenzionato a entrare nella terza fase in un prossimo futuro non si interessi affatto dei problemi che potrebbero rendere più difficoltosa un'ammissione successiva dei non adempienti. In secondo luogo, la tradizionale diffidenza britannica verso accordi di cambio con tassi fissi o semi-fissi è nota ed è stata rafforzata dalla breve esperienza nello SME. Ma vi è forse una terza e

TABELLA 3

VARIAZIONI NEI TASSI DI CAMBIO EFFETTIVI 1995.3/1992.3

	Nominale	Reale/CLUP*	Reale/indice dei prezzi alla produzione
Francia	11,9	8,7	1,6
Germania	15,0	16,5	4,0
Italia	-26,4	-26,3	-19,6
Spagna	-15,9	-16,0	..
Svezia	-20,3	-24,1	..
Inghilterra	-11,2	-6,8	-11,5

* Settore manifatturiero.

Fonti: Commissione Europea e Banca d'Italia.

TABELLA 4

CRESCITA DELL'ESPORTAZIONE NEL SETTORE MANIFATTURIERO 1992-1994

	Intra-UE 12	Extra-UE 12
Francia	-2,5	3,6
Germania	-6,3	6,1
Italia	2,2	14,2
Spagna	8,7	17,8
Inghilterra	3,6	12,3
UE 12	0,1	9,2

Fonte: Commissione Europea.

meno ovvia ragione per tale atteggiamento: il proposito di assumere la guida degli esclusi, espresso con una certa chiarezza nelle seguenti dichiarazioni del primo ministro britannico:

«[...] quando una moneta unica procederà, e alcuni paesi ne resteranno fuori [il riferimento esplicito è alle «nazioni fortemente europeiste che sentono profondamente lo spirito europeo - come il Portogallo, la Spagna o l'Italia»], alcuni fra i paesi più piccoli cercheranno un punto di riferimento sia al di fuori che all'interno della moneta unica. Nelle discussioni che hanno condotto a una moneta unica, essi cercheranno un riferimento per le loro posizioni. Anche le loro opinioni devono entrare a

far parte del dibattito. E io ritengo che il Regno Unito abbia la responsabilità, che io desidero venga assunta, di farsi portatore dei loro punti di vista nel dibattito».¹³

La posizione danese è diversa. Che ricorra o no alla clausola di *opt out*, è probabile che la Danimarca voglia mantenere uno stretto legame tra la corona e l'euro,¹⁴ così come ha sempre seguito una politica di mantenere uno stretto legame con il marco, indipendentemente dai margini di fluttuazione autorizzati.

L'escluso suo malgrado ha incentivi evidenti a far sì che resti aperta la porta per un'ammissione successiva. Il primo motivo è politico. I paesi ancora con deroga nel 1999 saranno soprattutto – per usare l'appropriata espressione di Major – «nazioni fortemente europee che sentono profondamente lo spirito europeo»: considerando l'esclusione iniziale come un'onta, si fisseranno come obiettivo principale un verdetto favorevole in occasione del loro processo d'appello, e quindi vorranno rimuovere tutti gli ostacoli esterni a una loro successiva ammissione che non possano essere imputati al loro comportamento a livello nazionale. Quando si scrivono funzioni di perdita per questi paesi, si dovrebbe includere un termine che dia conto del costo politico della mancata ammissione.¹⁵

Vi sono poi motivi economici per voler stabilire un legame con l'euro che aiuti a far apparire la deroga come uno stato transitorio. La volatilità corrente e attesa di una valuta esterna libera di fluttuare si rifletterebbe nei differenziali dei tassi d'interesse con l'euro e, all'inizio, con le valute in esso incluse. Anche indipendentemente dal rispetto del criterio relativo al tasso di cambio, ciò avrebbe conseguenze negative su altri due criteri di convergenza: quello che riguarda lo scarto massimo consentito (2%) del tasso d'interesse a lungo termine rispetto al livello medio dei tre stati membri che hanno conseguito i migliori risultati in materia di stabilità dei prezzi,¹⁶ e

¹³ The FT Interview: John Major, *Financial Times*, Weekend, 1/2 July 1995.

¹⁴ Si veda Thygesen (1995).

¹⁵ Come in Obstfeld (1994), per l'alternativa di abbandono del tasso di cambio fisso durante una crisi valutaria.

¹⁶ Tale criterio potrebbe dare origine a paradossi. Come risulta dai dati dell'IME (1995b), nel 1995 il paese con i risultati migliori in termini di stabilità dei prezzi fu la Finlandia, con un tasso d'inflazione dell'1,2%. Il tasso d'interesse a lungo termine finlandese era tuttavia del 9,2%, inferiore solo a quattro su quindici paesi. Come risultato, il tasso a lungo termine di riferimento non solo era più elevato di quello calcolato rispetto al terzo fra i paesi a inflazione più bassa, ma anche superiore alla media dei nove migliori paesi.

quello riguardante il disavanzo per i paesi a forte indebitamento, il cui deficit eccessivo è dovuto in gran parte, se non interamente, a tassi d'interesse elevati.¹⁷

Vi sono disincentivi per questo gruppo di paesi nel fissare le condizioni che permettano loro di accedere all'UME, anche se in una fase successiva? Se ve ne sono, essi sono deboli in confronto agli incentivi. Naturalmente un accordo di cambio con l'euro renderebbe più difficile e costoso il tentativo di operare svalutazioni concorrenziali. Ma quale di questi paesi sarebbe pronto a seguire una tale strada? Italia, Spagna e Svezia hanno già raggiunto un'ottima posizione concorrenziale: la percezione che il costo inflazionistico di ulteriori deprezzamenti nominali annullerebbe qualsiasi ulteriore beneficio ottenibile per le esportazioni nette trova espressione nelle politiche nazionali seguite dal 1994. Una certa reticenza nell'intraprendere ulteriori sforzi a favore di un consolidamento fiscale potrebbe essere una motivazione forte per un atteggiamento meno caloroso verso un'entrata successiva. Ma, a parte il fatto che tale atteggiamento non è limitato ai potenziali esclusi, un accordo di cambio con l'euro può apparire allettante *per se* e avrebbe il vantaggio di non frapporre ostacoli alla possibilità di un'entrata successiva.

5. Opzioni praticabili e non: una proposta

L'accettazione dei due vincoli politico-istituzionali posti all'inizio della sezione precedente – possibile accesso successivo per richiedenti che soddisfino ai criteri "interni" di convergenza e nessuna modifica al Trattato, tranne, forse, un'aggiunta minore che interpreti la clausola sul criterio del tasso di cambio – restringe seriamente il sottoinsieme di opzioni praticabili rispetto all'elenco più esteso di opzioni presentato nella sezione 3.

Se non vi fosse *alcun accordo* tra l'euro e gli esclusi, l'entrata di questi ultimi sarebbe interdetta finché il criterio che impone «il rispetto dei [...] margini normali di fluttuazione» resta in vigore. Un

¹⁷ Il valore tendenziale del disavanzo delle pubbliche amministrazioni in Italia nel 1997 è previsto al 6,4% del Pil – la somma algebrica del 9,9% delle spese per interessi e del 3,5% dell'avanzo primario. Sull'importanza di questo punto si veda Gros (1996).

sistema europeo di obiettivi d'inflazione annunciati congiuntamente, controllati in modo centralizzato (dal SEBC) e sanzionati sempre a livello centrale (dal Consiglio), come in Dewatripont *et al.* (1995) e, in modo più elaborato, in Persson e Tabellini (1996), non rappresenterebbe un sostituto adeguato, sia per motivi formali, sia per motivi di merito. I fautori di questa soluzione non sembrano considerare il problema di uno stato membro con deroga il quale solleciti (o sia sotto esame per) l'abrogazione della deroga e una partecipazione a pieno titolo alla terza fase; essi sembrano piuttosto preoccuparsi della (diversa) questione che ha origine dalla necessità di stabilire una coesistenza pacifica tra l'euro e un certo numero di valute destinate a rimanere escluse a tempo indeterminato. Se si riconosce l'incentivo per gli esclusi (eccetto per quelli con una clausola di *opt out*) di essere ammessi nell'Euroclub al più presto, bisogna rendersi conto che il Trattato stabilisce già per loro un obiettivo d'inflazione, e una sanzione in caso di fallimento: l'obiettivo è «un tasso medio d'inflazione che, osservato per un periodo di un anno anteriormente all'esame, non supera di oltre 1,5 punti percentuali al massimo, quello dei tre Stati membri che hanno conseguito i migliori risultati» (i quali apparterranno presumibilmente all'area dell'euro);¹⁸ la sanzione è il rifiuto d'ammissione finché l'obiettivo non è raggiunto – un costo per il candidato escluso che, come si è notato, dovrebbe trovare posto nella pertinente funzione di perdita. Visto che il Trattato stabilisce sia un obiettivo d'inflazione, sia una clausola sul tasso di cambio, proporre di concentrarsi sul primo e di dimenticare la seconda equivale a chiedere che venga cassato uno dei criteri di convergenza nel caso di ammissione tardiva; o, in alternativa, ad accettare l'esclusione perpetua di quanti rimangano fuori nel 1999. La possibile obiezione, che il criterio del tasso di cambio è ridondante poiché l'obiettivo d'inflazione dovrebbe fornire la stabilità del tasso di cambio nominale, è discutibile, a parte la sua incompatibilità con la lettera del Trattato *così com'è*: è vero che l'obiettivo d'inflazione sarebbe incompatibile con il tentativo di mettere in atto svalutazioni competitive, ma non eviterebbe la volatilità delle valute dei bocciati dovuta a perturbazioni esterne (come le fluttuazioni nel tasso di cambio tra il marco tedesco – oggi – o l'euro – in futuro – e il dollaro).

¹⁸ Articolo 1 del Protocollo sui criteri di convergenza. Tuttavia non appare impossibile che un escluso – la Finlandia per esempio – abbia un tasso d'inflazione inferiore a quello degli ammessi, che deve essere poi considerato nella media di riferimento.

Neppure un *assetto unilaterale*, col singolo escluso che stabilisce il suo tasso di cambio con l'euro a propria discrezione, rappresenta una soluzione praticabile, per una contraddizione intrinseca rispetto ai requisiti del Trattato. Se il rispetto dei «margini normali di fluttuazione» è condizione per l'ammissione, gli organi di sorveglianza e decisionali dell'Unione – cioè Commissione, BCE e Consiglio – devono riconoscere una parità centrale attorno alla quale vengono autorizzati i margini di fluttuazione. Tale riconoscimento implica che l'obiettivo del tasso di cambio non possa essere stabilito o modificato a discrezione dell'escluso. Se lo fosse e se si consentisse una discrezionalità unilaterale, l'escluso prossimo a osservare gli altri criteri di convergenza avrebbe un incentivo a stabilire un tasso centrale ben al di sopra del tasso corrente di mercato, presumendo che questo sarà il tasso al quale la sua moneta viene irrevocabilmente legata all'euro al momento dell'abolizione della deroga: il paese escluso potrebbe così migliorare la sua posizione concorrenziale al momento della sua ammissione nella terza fase.

Una soluzione attuabile, se esiste, deve quindi essere cercata nell'ambito di *accordi multilaterali*. Anche in questo caso, tuttavia, le opzioni disponibili devono essere sfrondate in considerazione di un esame realistico dei vincoli, degli incentivi e dei disincentivi.

Consideriamo anzitutto la forma più rigida di accordo multilaterale, che consiste nella creazione di un nuovo SME, con un meccanismo di cambio multilaterale che include l'euro e almeno alcune delle valute esterne. Si deve notare prima di tutto che non è ovvio come un tale accordo possa essere reso compatibile con le disposizioni del Trattato. Lo SME ebbe origine da una Risoluzione del Consiglio Europeo: venne deciso che il 1° gennaio 1979 sarebbe stato creato un Sistema Monetario Europeo (SME) e che l'ecu ne sarebbe stato al centro, che ogni moneta avrebbe avuto un tasso centrale in relazione all'ecu e che questi tassi centrali sarebbero stati utilizzati per stabilire una griglia di tassi bilaterali con margini di fluttuazione del $\pm 2,25\%$ (con un'opzione del 6%); vennero definite le regole di intervento e fu disposto un credito illimitato a brevissimo termine per gli interventi. La Risoluzione richiedeva inoltre alle «banche centrali degli Stati membri di modificare il loro accordo del 10 aprile 1972 sulla riduzione dei margini di fluttuazione [...] ai sensi delle norme stabilite» dal Consiglio.¹⁹ Il 13 marzo del 1979 le banche centrali degli stati

¹⁹ Si veda Comunità Europee, Comitato monetario (1979). La data per l'avvio dello SME fu rinviata dal 1° gennaio al 13 marzo 1979.

membri firmarono un accordo per «definire le procedure operative del Sistema Monetario Europeo» in esecuzione della Risoluzione del Consiglio. Si potrebbe seguire la stessa procedura quando una delle parti coinvolte è la BCE?

Come abbiamo visto, l'articolo 109 del Trattato dà potere al Consiglio di «concludere accordi formali su un sistema di tassi di cambio dell'ECU [ora euro]» o di formulare orientamenti generali per la politica dei tassi di cambio: queste disposizioni, tuttavia, si applicano strettamente ad accordi e politiche «nei confronti di valute non comunitarie». L'articolo 7 dello Statuto SEBC, d'altro canto, richiede che la BCE non possa «sollecitare o accettare istruzioni dalle istituzioni o dagli organismi comunitari». Formalmente da queste due disposizioni si deduce quindi che una risoluzione del Consiglio con cui si definisca un accordo formale per i tassi di cambio dell'euro in relazione alle altre valute comunitarie non può essere vincolante per la BCE e che un accordo tra la BCE e le banche centrali degli esclusi non si possa far discendere da una risoluzione del Consiglio. I giuristi possono probabilmente trovare una soluzione a questo intrico: la più immediata che, come vedremo, potrebbe comunque rendersi necessaria, sarebbe un Protocollo aggiuntivo di un solo articolo, il quale stabilisca che le disposizioni dell'articolo 109 si applicano anche alle valute degli stati membri con deroga.

Al di là delle difficoltà formali, rimane tuttavia un problema più sostanziale: la non disponibilità delle maggiori banche centrali partecipanti al SEBC ad accettare un impegno a intervenire obbligatoriamente a sostegno delle valute esterne che sono, quasi per definizione, le valute più deboli. Si potrebbe riempire un intero volume di citazioni dalla Bundesbank in questo senso, non solo dopo l'esperienza della crisi dello SME nel 1992-93, ma fin dalla nascita dello SME;²⁰ ricordando quanto già si è detto sulla posizione naturalmente debole della BCE rispetto alla propria reputazione, è inutile dilungarsi oltre su questo punto. Inoltre potrebbe essere eccepito con qualche giustificazione che non si potrebbe trattare allo stesso modo esclusi in posizione diversa per quanto riguarda il rispetto dei criteri di convergenza. In definitiva è difficile ritenere che la ricostruzione di

²⁰ Si veda Eichengreen e Wyplosz (1994), e il testo di una lettera del presidente della Bundesbank, Emminger, al governo tedesco nel 1979, in cui dichiarava che la Bundesbank si riservava il diritto di limitare i propri interventi a sostegno di altre valute dello SME.

un meccanismo di cambio in stile SME tra l'euro e le valute esterne sia una prospettiva probabile, quale che ne sia l'astratta desiderabilità.

Rimangono quindi le due forme più deboli di accordi multilaterali: la fissazione pura e semplice di una parità tra l'euro e le singole valute degli esclusi, senza alcuna modifica formale dello *status* di questi e senza alcun impegno formale da parte della BCE o degli Euro-paesi; o un accordo più strutturato, rafforzato da una limitazione delle esenzioni degli esclusi dagli obblighi degli inclusi, compensata dall'acquisizione di un diritto e di un sostegno condizionali.

La prima alternativa è chiaramente molto fragile. L'esenzione dagli obblighi aumenterebbe l'isolamento istituzionale dell'escluso e la sua debolezza intrinseca. Con un ammontare limitato di riserve valutarie a disposizione della sua banca centrale, la parità della valuta esterna sarebbe facile preda di ogni attacco speculativo.²¹ Così, questa opzione, pur possibile in termini di vincoli, non sarebbe praticabile. Considerando inoltre che ogni svalutazione del tasso reciprocamente concordato porterebbe a un ritardo nell'ammissione al gruppo con moneta unica, e che ciò a sua volta renderebbe la valuta maggiormente esposta a ulteriori attacchi speculativi, tale soluzione potrebbe alla lunga rivelarsi meno soddisfacente di un sistema di cambi flessibili con l'implicita accettazione di un'esclusione permanente.

In definitiva un accordo multilaterale più strutturato (che comunque non arrivi fino a un nuovo SME) sembra essere l'unica opzione rimasta. Si tratta di un'opzione che deve essere plasmata con molta attenzione, affidandosi alla flessibilità e alla discrezionalità più che ad assetti troppo rigidi quando si tratti di considerare i diritti e gli obblighi delle parti interessate: anche in questo caso occorrerà rivedere alcune proposte.

Il conferimento al paese candidato dello *status* di membro associato della BCE, con la possibilità di partecipare al Consiglio direttivo senza diritto di voto, richiederebbe una complessa revisione dello Statuto del SEBC e della BCE – e probabilmente rappresenterebbe fonte d'irritazione per i membri a pieno titolo. Il presidente della BCE e i presidenti o i Governatori delle banche centrali dei paesi promossi s'incontreranno nel Consiglio generale e – si può presumere

²¹ Persson e Tabellini (1996) dimostrano che il tipo di accordo discusso nel testo, indipendentemente dalla sua fragilità, potrebbe essere altamente destabilizzante e avere alti costi in termini di benessere per il paese esterno.

– dialogheranno. È interessante ricordare a questo proposito che uno dei compiti del Consiglio generale è di contribuire «ai necessari preparativi per fissare irrevocabilmente i tassi di cambio delle monete degli Stati membri con deroga rispetto alle monete, o alla moneta unica, degli Stati membri senza deroga», quando si decide di abolire una deroga e il Consiglio adotta il tasso di conversione.²²

Pur se in misura minore, un'obiezione analoga si può rivolgere a un accordo formale (come previsto da Gros 1966) che imponga all'escluso tutti gli obblighi del Trattato e dello Statuto che derivano da una piena partecipazione all'Unione Monetaria: dall'accettazione incondizionata della politica monetaria della BCE, alla fissazione irrevocabile dei tassi di cambio, alla sottomissione alla procedura per il disavanzo eccessivo e all'osservanza di un programma di convergenza prestabilito. Il riconoscimento ufficiale da parte dell'Unione, si sostiene, aiuterebbe l'escluso a difendere il tasso di cambio e aumenterebbe la sua credibilità con effetti positivi sul tasso d'interesse, anche perché si ritiene «probabile che se vi fosse un attacco speculativo affatto ingiustificato, la BCE aiuterebbe il paese interessato».²³ Non è chiaro come dovrebbe collocarsi tale accordo nell'ambito della legislazione europea e quali dovrebbero essere le parti contraenti: se la BCE, le cui competenze tuttavia non si estendono alle questioni fiscali, o un organo comunitario come il Consiglio, che tuttavia include anche il paese escluso e non può comunque dare istruzioni alla BCE, o entrambi. L'idea importante di tale proposta è quella di un accordo condizionale.

Per definirlo tuttavia in modo più preciso e per evitare problemi istituzionali si richiede probabilmente un protocollo aggiuntivo «sugli accordi in materia di tassi di cambio per l'Euro in relazione con le monete comunitarie di paesi con deroga». Il Protocollo, come già suggerito, dovrebbe solo stabilire che «le disposizioni dell'articolo 109 (1)-(3) sono estese alle monete comunitarie degli Stati membri con deroga» e che la condizione dell'articolo 109 J (1), terzo trattino (sul criterio del tasso di cambio) è soddisfatta, nel caso di entrata tardiva, dalla partecipazione a un accordo stipulato a norma dell'articolo 109. Tale estensione offrirebbe parecchi vantaggi:

flessibilità, visto che l'articolo 109 non specifica il contenuto di un potenziale accordo di cambio e il Consiglio potrebbe inoltre scegliere tra accordi formali per l'euro in relazione alle monete

²² Articolo 47.3 dello Statuto e articolo 109 L (5) del Trattato.

²³ Gros (1996, p. 59).

esterne e la mera formulazione di orientamenti generali per le politiche di cambio;

garanzie per gli inclusi, poiché, per concludere accordi formali, il Consiglio deve agire «all'unanimità su una raccomandazione della BCE o della Commissione, previa consultazione della BCE»: il requisito dell'unanimità dovrebbe essere sufficiente per fugare la possibile diffidenza derivante dalla presenza degli esclusi nel Consiglio;²⁴

reversibilità, poiché «il Consiglio, a maggioranza qualificata, su raccomandazione della BCE o della Commissione, e previa consultazione della BCE [...], può adottare, adeguare o abbandonare i tassi centrali dell[euro]».

Considerando l'avversione degli inclusi verso un sistema multilaterale di tipo SME e la varietà di situazioni dei potenziali esclusi, l'assetto che un articolo 109 esteso potrebbe permettere deve essere concepito come somma di accordi bilaterali con alcune valute singole esterne: non tutte, sia perché vi potrebbero essere dei paesi che non hanno alcuna intenzione di partecipare a un accordo di cambio con l'euro, sia perché il Consiglio potrebbe così esercitare la sua discrezionalità nel decidere quali paesi siano sufficientemente prossimi all'adempiimento dei criteri di convergenza su fisco e inflazione. Ogni accordo fisserebbe il tasso centrale tra l'euro e la singola moneta e definirebbe i margini di fluttuazione autorizzati. Potrebbe introdurre una condizionalità ragionata in rapporto alla situazione del singolo paese, sulla base delle raccomandazioni della Commissione e della BCE, e includere un programma di convergenza, controllato da Commissione e BCE. Sebbene la responsabilità dell'accordo tocchi al Consiglio, alla BCE verrebbe affidata una valutazione discrezionale sull'opportunità degli interventi, con l'intesa che il sostegno viene offerto se l'attacco alla valuta esterna è di natura meramente speculativa, ma non quando sia provocato da inadempienza del paese nell'ambito del programma di convergenza. L'interruzione motivata del sostegno della BCE e la decisione a maggioranza del Consiglio di abbandonare il tasso centrale concordato e possibilmente di rescindere l'accordo sul tasso di cambio rappresentano sanzioni molto più efficaci della procedura sui disavanzi eccessivi.

Questa divisione di compiti rispetterebbe sia le competenze del Consiglio, sia l'indipendenza della BCE. Le banche centrali degli inclusi potrebbero naturalmente eccepire alla presunzione che la

²⁴ Tale garanzia potrebbe semmai essere eccessiva, se uno stato membro è ostile agli accordi di cambio in via di principio.

BCE debba intervenire in alcuni casi. Esse dovrebbero tuttavia considerare che sarebbe fuor di luogo confrontare un tale regime con uno in cui la BCE rimanga una sorta di torre d'avorio, i cui occupanti possano permettersi di restare indifferenti a quel che accade all'esterno. Un tentativo degli esclusi di difendere il proprio tasso di cambio, con interventi e/o con variazioni dei tassi d'interesse, non sarebbe senza effetti sulla politica monetaria della BCE.²⁵ Se d'altra parte gli esclusi consentissero un deprezzamento del loro tasso di cambio, nei paesi ammessi si manifesterebbero pressioni politiche perché la BCE "faccia qualcosa". Un'ostilità incondizionata e senza qualificazioni verso *qualsiasi* forma di accordo di cambio sarebbe un errore.

6. Conclusione

La soluzione appena descritta può non rappresentare l'*optimum* a livello di pura teoria economica, ma la pura teoria economica forse non è attrezzata per risolvere le difficoltà che insorgono quando tanti vincoli politici e istituzionali entrano in gioco: l'esistenza di un Trattato contenente disposizioni contraddittorie, che possono al massimo essere adattate ma non rimosse; il diritto innegabile dei paesi che non sono in grado di accedere alla terza fase nel 1999 ad avere la possibilità di un'ammissione successiva e l'incentivo che la maggior parte di loro hanno di far parte del gruppo con moneta unica; la diffidenza degli ammessi nel 1999 verso accordi con obblighi che potrebbero mettere a repentaglio l'impegno della neonata Banca Centrale Europea a favore della stabilità dei prezzi.

Il problema del "comma 22" per gli esclusi, creato da una redazione alquanto negligente del Trattato, non ha quindi soluzione facile o ottimale. Delle opzioni esaminate, alcune richiederebbero ampie modifiche al Trattato e come tali non sono attuabili; altre renderebbero la vita più facile agli inclusi, ma in pratica sbarrerebbero l'accesso agli esclusi e sarebbero quindi in contrasto non solo col Trattato, ma anche con lo stesso spirito che ispira la costruzione europea; altre ancora potrebbero soddisfare ai requisiti degli esclusi ma sarebbero inaccettabili per gli ammessi. Da ciò la necessità di un

²⁵ Si veda Thygesen (1995).

compromesso realizzabile. Gli ingredienti di quello esaminato in quest'articolo sono: un breve Protocollo aggiuntivo che interpreti il criterio del tasso di cambio per i paesi con deroga e che estenda a questi ultimi il campo di applicazione dell'articolo 109; la possibilità per il Consiglio di concludere accordi bilaterali di cambio fra l'euro e singole valute comunitarie esterne, vincolati a condizioni di convergenza; quando si richiedano interventi, potere della BCE di discriminare tra crisi speculative transitorie e crisi aventi origine da politiche economiche incoerenti con la convergenza; sanzioni per l'escluso che non riesca a soddisfare alle condizioni incluse nell'accordo, consistenti nell'interruzione del sostegno della BCE e nella decisione da parte del Consiglio di abbandonare il tasso centrale concordato.

Forse esistono soluzioni migliori: per essere realizzabili, devono essere compatibili con i vincoli riconosciuti. Dati questi vincoli la ricerca a livello accademico di una soluzione ideale non è di grande aiuto. Ma non aiutano neppure la lentezza e le incertezze del gioco diplomatico ufficiale.

BIBLIOGRAFIA

- DE GRAUWE, PAUL (1995), "The economics of convergence towards monetary union in Europe", *CEPR Discussion Paper Series*, no. 1213, July.
- DEWATRIPONT, MATHIAS *et al.* (1995), *Flexible Integration: Towards a More Effective and Democratic Europe*, Monitoring European Integration, 6, Centre for Economic Policy Research.
- EICHENGREEN, BARRY and CH. WYPLOSZ (1993), "The unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- EUROPEAN COMMUNITIES, MONETARY COMMITTEE (1979), *Compendium of Community Monetary Texts*, Bruxelles.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (1995a), *Annual Report, 1994*, April.
- EUROPEAN MONETARY INSTITUTE (1995b), *Progress towards Convergence*, November.
- GROS, DANIEL (1996), "Towards economic and monetary union: problems and prospects" (for the CEPS Macroeconomic Policy Group), *CEPS Paper*, no. 65, Brussels.
- KENEN, PETER (1995), "Hazards on the road to the third stage of economic and monetary union", mimeo, September.
- OBSTFELD, MAURICE (1994), "The logic of currency crises", *NBER Working Paper*, no. 4640, February.
- PERSSON, TORNSTEN and GUIDO TABELLINI (1996), "Monetary cohabitation in Europe", mimeo, February.
- THYGESEN, NIELS (1995), "The prospects for EMU by 1999 and reflections on arrangements for the outsiders", mimeo, November.