

Consiglio Nazionale delle Ricerche

CRIS

ISTITUTO DI RICERCA SULL'IMPRESA E LO SVILUPPO
Via Real Collegio, 30 - 10024 Moncalieri Italy.

LA POLITICA MONETARIA NELL'UNIONE EUROPEA

a cura di G.Vitali

*Appunti per il modulo di "Economia dell'Unione Europea",
corso di "Storia ed Economia dell'Unione Europea"
a.a. 2010-2011, versione del 27-10-2010*

Indice

1	Il processo di attuazione della Moneta unica	3
1.1	Introduzione	3
1.2	L'evoluzione del sistema monetario internazionale ed il processo di realizzo della Moneta unica	5
1.3	Gli accordi di Bretton Woods, l'accordo smithsoniano, il serpente monetario europeo	6
1.4	La nascita dello Sistema Monetario Europeo e le sue principali caratteristiche	9
1.5	La crisi e l'abbandono dello SME: l'evoluzione verso la Moneta unica	11
1.6	Il processo di attuazione della Moneta unica	13
2	Le istituzioni dell'UEM e la politica monetaria europea	16
2.1	Struttura e obiettivi del Sistema Europeo delle Banche Centrali	16
2.2	Gli strumenti di politica monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali	19

1 IL PROCESSO DI ATTUAZIONE DELLA MONETA UNICA

1.1 Introduzione

Dopo aver raggiunto la piena integrazione commerciale - grazie all'abbattimento delle barriere tariffarie avvenuto nel periodo 1957-1968 e di quelle non-tariffarie avvenuto con il progetto Europa '92, realizzando così il Mercato unico - l'ultima causa di frammentazione economica del grande mercato europeo rimane l'uso di monete differenti. Negli anni '90 diventa quindi palese che per il miglior funzionamento del mercato europeo, basato sulla libera circolazione delle merci, dei capitali, delle persone e dei servizi, è necessario eliminare la segmentazione del Mercato unico causata dall'uso di monete diverse.

La Moneta unica rappresenta pertanto un completamento essenziale del Mercato unico, in quanto permette il pieno manifestarsi di tutti gli effetti positivi che la concorrenza e la dimensione del mercato europeo consentono. L'esplicitazione di tali benefici avviene anche grazie all'abbassamento dei costi delle transazioni commerciali tra i paesi membri, alla trasparenza dei prezzi internazionali, alla stabilità economica generata dalla Moneta unica, alla crescita attribuibile al generale calo dei tassi di interesse.

A fronte dei numerosi benefici indotti dall'introduzione dell'Euro, si può evidenziare anche un lungo elenco di costi. Il saldo tra costi e benefici è di difficile individuazione dal punto di vista economico, stante la necessità di valutare anche "politicamente" alcune poste dell'attivo e del passivo di tale bilancio.

Mentre è fuor di dubbio l'eliminazione di alcuni costi transazionali all'interno dell'UEM, un'ampia discussione è avvenuta tra gli economisti sull'ammontare di tali risparmi, e quindi sull'opportunità o meno di procedere verso la Moneta unica. Per evidenziare i termini del dibattito occorre sottolineare, in primo luogo, la posizione degli economisti "euro-pessimisti", poiché la visione alternativa verrà ampiamente approfondita nella parte rimanente del capitolo.

Una folta corrente di economisti sottolinea infatti come i vantaggi della Moneta unica siano piuttosto limitati e non necessariamente ottenibili esclusivamente con l'introduzione dell'Euro (Colombatto, 1998a e 1998b; Caracciolo, 1999). Per esempio, i costi transazionali legati al cambio delle valute non sono un vantaggio netto per il sistema economico, in quanto si tratta di costi per le imprese che esportano ma di ricavi per le banche che

effettuano la transazione: eliminando gli uni, si eliminano anche gli altri¹. Inoltre, le incertezze legate alla variabilità dei cambi sono facilmente eliminabili con l'uso dei cambi a termine contrattati sul mercato: la commissione bancaria relativa, che rappresenta il costo per l'assicurazione sulle valute, sarà tanto più ridotta quanto più il mercato finanziario risulta efficiente.

Inoltre, viene messa in dubbio la stessa necessità della nuova valuta unica. Dall'esame delle caratteristiche del Sistema Monetario Europeo, della sua nascita e della sua crisi è emerso come i cambi europei non potevano rimanere fissi in presenza di politiche monetarie ed economiche profondamente differenti, stante la piena libertà di movimento dei capitali e delle merci. A questo proposito, gli economisti "euro-pessimisti" indicano come anziché creare ed imporre ai mercati una moneta nuova, in sostituzione delle valute nazionali, si poteva mettere in competizione le monete esistenti, in modo che prevalesse quella ritenuta più solida dal mercato. In questo modo la Moneta unica non nasceva senza storia né reputazione, poiché sarebbe stata una delle varie monete europee già esistenti².

Tali argomentazioni suggeriscono che la scelta di "inventare" una nuova valuta europea e di sostituirla alle valute nazionali pre-esistenti sia stata condotta su basi più politiche che economiche. Del resto, è politicamente più accettabile la sostituzione della valuta nazionale con una nuova moneta creata allo scopo, piuttosto che veder sostituire la propria valuta nazionale con la moneta del paese confinante: quest'ultima alternativa sarebbe stata osteggiata in un'ottica nazionalistica e di difesa della "cultura" locale³.

A fronte della visione "euro-pessimistica", chi ha proposto la Moneta unica ne ha invece evidenziato la sua necessità economica e politica: dal punto di vista della teoria economica, con la piena liberalizzazione dei mercati europei avvenuta negli anni '90 non è più possibile mantenere cambi "quasi fissi" all'interno dello SME in presenza di politiche monetarie non-

¹ Gli euro-ottimisti sostengono che il sistema trarrebbe comunque vantaggio, in quanto si sposterebbero gli impiegati di banca della cassa-valute alle altre attività bancarie che sono più produttive ed hanno un maggior valore aggiunto rispetto all'operazione di mero conteggio del denaro estero.

² Chi critica tale impostazione sottolinea come non ci sarebbe stata alcuna "gara" tra il Marco tedesco e le altre valute europee: i mercati avrebbero premiato immediatamente la moneta gestita dalla Bundesbank.

³ A conferma di questa visione sull'importanza dell'orgoglio nazionale, merita ricordare come le nuove banconote in euro non raffigurino importanti personaggi della storia europea, come sempre avvenuto sulle banconote dei singoli paesi partner, ma bensì volti che non hanno una precisa identificazione.

coordinate (Padoa Schioppa, 1994); dal punto di vista politico, l'evoluzione verso una vera e propria unione politica dell'Europa, al cui interno il governo europeo viene definito dal Parlamento espressione della volontà popolare, può essere favorita dalla maggiore integrazione economica che la Moneta unica consente. La scelta politica "vincente" è stata quindi quella di ipotizzare che l'UEM possa diventare l'elemento trainante di una successiva unione politica. La bocciatura della proposta di costituzione europea nel 2005 ed il successivo risultato di compromesso raggiunto con il Trattato di Lisbona del 2007, indicano che la strada di evoluzione istituzionale verso gli "stati uniti d'Europa" è ancora lunga.

Vediamo in dettaglio, nel prosieguo del capitolo, come si è realizzata l'UEM, le istituzioni che la regolano, i costi e i benefici dell'introduzione dell'Euro.

1.2 L'evoluzione del sistema monetario internazionale ed il processo di realizzazione della Moneta unica

La creazione dell'UEM significa, tra l'altro, eliminare la variabilità dei cambi dei paesi che ne fanno parte: nel 1999 le singole valute nazionali vengono sostituite dall'Euro a un cambio irrevocabilmente fisso (vedi tabella 8.1).

La ricerca della stabilità valutaria può essere considerata un tradizionale obiettivo dei governi dei paesi economicamente più sviluppati. Nel corso del XX secolo si è più volte cercato una forma di coordinamento a livello internazionale, anche se la disputa teorica tra i vantaggi dei cambi fissi e quelli dei cambi flessibili non sembra che sia giunta a alcuna conclusione stabile. Infatti, benché la maggioranza delle analisi empiriche abbia evidenziato i positivi effetti macroeconomici che i paesi hanno raggiunto nei periodi in cui i rapporti di cambio internazionale erano fissi o quasi-fissi, non si può non affermare che tale benessere economico si sarebbe raggiunto ugualmente con un sistema di cambio perfettamente variabile (associato, possibilmente, a mercati finanziari efficienti).

Marco tedesco	989.999
Franco belga	47.998
Franco lussemburghese	47.998
Peseta spagnola	11.637
Franco francese	295.182
Lira irlandese	2458.555
Fiorino olandese	878.641
Scellino austriaco	140.714
Escudo portoghese	9.658
Marco finlandese	325.657

Fonte: Banca Centrale Europea

Tab. 8.1 I cambi fissi tra la lira e le valute dell'area Euro

La disputa sui vantaggi dei cambi fissi o su quelli dei cambi flessibili si sintetizza nella minore incertezza per gli operatori economici (soprattutto per chi esporta e per chi investe) garantita dai primi, e nell'uso dei secondi come strumento macroeconomico molto efficace per correggere i disavanzi delle partite correnti e i prezzi relativi tra i paesi.

Come si potrà notare dall'analisi che segue, la realizzazione dell'UEM è l'ultima tappa di una complessa e lunga evoluzione del sistema monetario internazionale, di cui ne riassumiamo le principali caratteristiche.

1.3 Gli accordi di Bretton Woods, l'accordo smithsoniano, il serpente monetario europeo

Dopo la seconda guerra mondiale, grazie al sistema di Bretton Woods si riuscì a garantire un coordinamento valutario centrando il sistema monetario internazionale sul ruolo del dollaro statunitense, la moneta "forte" dell'epoca.

L'accordo di Bretton Woods del 1945 prevedeva che le valute potessero oscillare dell'1% intorno a una soglia di parità con il dollaro, e che quest'ultimo poteva essere convertito in oro al cambio fisso di 35 dollari per un'oncia d'oro.

Come si nota, il sistema era molto semplice e la sua efficacia era sostanzialmente dettata dal ruolo guida degli Usa nel processo di ricostruzione dell'Europa e dalla scarsa mobilità dei capitali. Anche per questi motivi nel Trattato di Roma del 1957 non si parlava di Moneta unica: non ce n'era sostanzialmente bisogno perché il sistema internazionale ruotava intorno al dollaro. Tuttavia, nel corso degli anni '60 gli Usa non riuscirono più a garantire una severa stabilità monetaria, influenzando

negativamente la stabilità internazionale: l'eccessivo finanziamento della guerra del Vietnam fece aumentare a dismisura la valuta statunitense in circolazione, riducendo sia la probabilità di rispettare l'obbligo di conversione del dollaro con l'oro, sia la reputazione anti-inflazionistica posseduta fino ad allora dalla politica monetaria statunitense.

Ufficialmente, il crollo del sistema di Bretton Woods avviene a Ferragosto del 1971, quando il Presidente Nixon dichiara che il dollaro non era più convertibile in oro. Da quel momento i cambi internazionali, e quindi anche quelli europei, riprendono a fluttuare, nonostante un tentativo fatto nel dicembre 1971 di replicare il sistema precedente. Quest'ultimo tentativo viene definito "accordo smithsoniano", con valute che variano del 2,25% intorno a una nuova parità prefissata con il dollaro, e con quest'ultimo che viene fissato al cambio di 38 dollari per oncia (però senza alcun impegno o obbligo di convertibilità da parte della FED).

L'insuccesso dell'accordo smithsoniano porta le autorità monetarie europee a tentare una prima forma di legame valutario tra i paesi della comunità: nel 1972 nasce il "serpente nel tunnel", un accordo con cui le autorità monetarie europee si impegnano a garantire una variazione del 2,25% di una valuta rispetto all'altra (serpente), con il limite di una variazione congiunta di tutte le valute rispetto al dollaro (tunnel).

Il serpente monetario europeo strisciava dentro il tunnel del dollaro.

Anche a causa del primo *oil-shock*, tra il 1972 ed il 1974 le valute più deboli uscirono dall'accordo: il serpente nel tunnel fu abbandonato prima dalla sterlina e dalla lira irlandese (nel 1972), poi dalla lira italiana (nel 1973) e dal franco (1974).

Con la svalutazione del dollaro del 1973, si eliminò il "tunnel" del sistema europeo, che rappresentava il collegamento ad un dollaro ormai svalutato, fornendo alle monete europee la prima vera e propria autonomia valutaria: le monete europee non devono più fare riferimento al dollaro, ma possono fluttuare in autonomia. In realtà, le forze di mercato riescono subito a individuare tra le valute europee la nuova moneta guida: inizia l'ascesa del marco tedesco, la moneta gestita dalla Bundesbank con una politica monetaria molto restrittiva che ha favorito la continua rivalutazione del marco nei confronti delle altre valute europee.

Del resto, il marco aveva iniziato a manifestare la sua forza sin dal "serpente nel tunnel", in quanto era l'unica valuta di un paese "grande" rimasta nel serpente, e divenne presto una moneta circondata da un nucleo stabile di valute legate strettamente alle scelte di politica monetaria della Bundesbank: si tratta delle monete dei paesi del Benelux e della Danimarca, i paesi che per primi abbandonano "de facto" l'autonomia della politica

monetaria in cambio di sostanziali vantaggi di stabilità economica⁴. I paesi legati al marco ottengono subito una elevata credibilità sui mercati finanziari, e quindi la possibilità di spuntare tassi di interesse più bassi, a tutto favore della crescita economica e del debito pubblico.

I vantaggi derivano, come già affermato, dalla sostituzione della propria politica monetaria con quella della Germania, reputata dai mercati come sicuramente avversa all'inflazione. Il "costo" pagato da tali paesi fu il continuo apprezzamento della valuta rispetto a quelle esterne all'area del marco, apprezzamento che ha aumentato il potere d'acquisto internazionale dei loro cittadini e ha stimolato le imprese a reagire alla continua perdita di competitività di prezzo inserendo innovazione e qualità nella produzione. Per la Germania, il vantaggio di divenire un leader valutario è stato quello di creare una politica economica basata principalmente sulle scelte di politica monetaria, fatto che ha spinto le imprese tedesche ad investire in innovazione e internazionalizzazione al fine di superare il vincolo di continue perdite di competitività di prezzo causate dalla rivalutazione del marco.

Il serpente monetario era definito un sistema asimmetrico, in quanto asimmetricamente spostato verso le decisioni della politica monetaria tedesca. Del resto, la letteratura di economia monetaria ci informa che in tutti i sistemi di cambi fissi vi è la regola dell' "N-1", cioè del fatto che tutti paesi partecipanti perdono l'indipendenza valutaria tranne uno: nella fattispecie il paese cardine è risultato la Germania, mentre nel sistema di Bretton Woods erano gli Stati Uniti. Con l'individuazione di un paese cardine, si accetta anche la sua politica monetaria, che generalmente è riconosciuta dai mercati come anti-inflazionistica (essendo il paese cardine anche quello più virtuoso). In tal modo, i paesi a maggiore propensione di inflazione godono di una disciplina esterna, cioè il rispetto dell'accordo monetario, che impone l'accettazione di una politica anti-inflazionistica da parte dell'intero sistema economico, e cioè del governo, delle imprese e dei sindacati. Anche per tale motivo, le banche centrali nazionali sono sempre state favorevoli all'individuazione di accordi di cambio europei: in questo modo si evita la pressione dei politici nazionali sulle banche centrali, al fine

⁴ È interessante osservare come tale scelta, di notevole lungimiranza politica, abbia anticipato di qualche decennio la scelta fatta dalle valute dei paesi dell'Eurozone (a parte il caso della Danimarca, che non partecipa all'Euro pur continuando a seguire le scelte della BCE). L'unica grossa differenza riguarda il "contenuto democratico" di tale delega: anziché effettuarla a favore di uno stato estero, e cioè la Germania, nel caso attuale essa è a favore di un'istituzione europea, la Banca Centrale Europea ed il Sistema Europeo delle Banche Centrali, partecipata da tutti i paesi partner.

di modificare le variabili monetarie in funzione del ciclo elettorale.

Comunque, la risposta dei paesi europei rimasti al di fuori del serpente fu uno stretto controllo sui cambi, perseguito anche con restrizioni nei movimenti di capitale (soprattutto in Italia), che durò fino al 1979, quando nacque lo SME. La restrizione del movimento dei capitali in Italia era molto forte: in alcuni anni, era addirittura vietato detenere valuta estera (sia in contanti che sul conto corrente), che doveva essere obbligatoriamente versata in banca e trasferita alla Banca d'Italia al fine di fornire adeguate riserve valutarie per difendere la lira. Ovviamente, il divieto di "esportare" capitale fuori dai confini nazionali rimase in vigore a lungo, e durò fino al luglio del 1990 quando l'Italia recepì la direttiva sulla creazione del mercato unico dei capitali. Merita sottolineare, come tale divieto fu aggirato in vari modi, sia dai cittadini/risparmiatori che dalle imprese, con la creazione di ingenti patrimoni all'estero, che ridussero le opportunità di crescita del nostro paese.

1.4 La nascita dello Sistema Monetario Europeo e le sue principali caratteristiche

Con la nascita dello SME, nel marzo del 1979, si costruisce un coordinamento valutario molto più evoluto dei precedenti, con un'architettura complessa, che veniva giudicata molto robusta.

La principale caratteristica dello SME è l'obbligo, di ogni valuta, di rispettare una variazione massima del 2,25% rispetto a una parità centrale fissata nei confronti dell'ECU. L'ECU è un paniere di valute europee che serve per far dialogare tra loro le banche centrali aderenti allo SME e per avere la base su cui calcolare l'eventuale divergenza della valuta deviante. Successivamente, grazie alla stabilità mostrata dall'ECU, essa è divenuta una moneta, pur sempre virtuale, molto utilizzata sui mercati finanziari europei e nazionali, e anche su quelli internazionali, per emettere titoli in una moneta ritenuta più stabile e prestigiosa di una singola valuta nazionale.

Come mostra la tabella 8.2, all'interno dell'ECU ogni valuta è presente in modo proporzionale all'importanza economica del paese. Il peso viene rivisto ogni 5 anni o quando entrano dei nuovi partner nello SME. Per esempio, dalla definizione iniziale del 1979, il paniere dell'ECU è stato modificato nel 1984, con l'entrata della dracma greca e nel 1989, con l'entrata della peseta e dell'escudo. Dal 1993 il Trattato di Maastricht ha bloccato ogni ulteriore modifica dei pesi dell'ECU, al fine di favorire il passaggio alla Moneta unica in condizioni di stabilità e certezza.

Valuta	13-III-1979		17-IX-1984		21-IX-1989	
	Valuta nazionale	%	Valuta nazionale	%	Valuta nazionale	%
Marco tedesco	0,828	33,00	0,719	32,00	0,6242	30,53
Franco francese	1,15	19,80	1,31	19,00	1,332	19,43
Fiorino olandese	0,286	10,50	0,256	10,10	0,2198	9,54
Franco belga e lussemburghese	3,80	9,50	3,85	8,50	3,431	7,83
Lira italiana	109,0	9,50	140,00	10,20	150,18	9,92
Corona danese	0,217	3,00	0,219	2,70	0,1976	2,53
Lira irlandese	0,00759	1,10	0,008781	1,20	0,008552	1,12
Sterlina	0,0885	13,60	0,0878	15,00	0,08784	12,06
Dracma greca	-	-	1,15	1,30	1,44	0,77
Peseta spagnola	-	-	-	-	6,885	5,18
Escudo portoghese	-	-	-	-	1,393	0,78
Totale		100		100		100

Fonte: Eurostat

Tab. 8.2 Composizione dell'ECU

All'inizio dello SME, nel marzo 1979, la composizione dell'ECU era identica a quella dell'Unità di Conto Europea, un paniere di valute comunitarie che dal 1975 veniva usato per la contabilità europea e per i pagamenti relativi alla Politica Agricola Comunitaria.

Come già affermato, nello SME la variazione di ciascuna valuta rispetto alla parità teorica con l'ECU era ammessa fino al limite del 2,25%. Per esempio, nel caso di una svalutazione strisciante della lira, quando quest'ultima superava il 75% della variazione consentita rispetto alla parità centrale con l'ECU la Banca d'Italia era obbligata a intervenire (nella fattispecie, comprando lire e vendendo valute europee) per riportare la moneta italiana nei pressi della parità centrale. E lo stesso intervento (chiaramente, di termine opposto) era richiesto a tutte le banche centrali dei paesi la cui moneta si stava rivalutando nei confronti della lira. Rispetto al precedente serpente monetario la grande novità del meccanismo di stabilità del sistema valutario consiste proprio in questo obbligo "collettivo" al rispetto delle parità con l'Ecu e quindi al mantenimento della stabilità valutaria europea. La base su cui calcolare le deviazioni bilaterali era rappresentata dalle parità teoriche bilaterali, ottenute dai rapporti delle parità teoriche di due valute nei confronti dell'ECU. L'obbligo "collettivo" ad intervenire era considerato come il fattore garante della stabilità dello SME:

tanto il paese con la moneta debole, quanto quello con la moneta forte, dovevano intervenire in difesa della propria svalutazione/rivalutazione. L'intervento del paese a valuta forte era considerato una panacea contro la speculazione: poiché il paese con la valuta forte doveva semplicemente vendere moneta nazionale in cambio della valuta debole, si ipotizzava che le riserve valutarie del primo fossero illimitate, in quanto bastava "stampare" moneta e scambiarla con la valuta debole. Al contrario, nel precedente sistema era solo il paese con la valuta debole che doveva intervenire per sanare la propria posizione: in questo caso l'intervento è limitato dall'ammontare delle riserve valutarie disponibili presso la banca centrale.

1.5 La crisi e l'abbandono dello SME: l'evoluzione verso la Moneta unica

La crisi dello SME avviene nel 1992, e obbliga i paesi europei ad accelerare il passaggio del Mercato unico europeo verso l'Unione Economica e Monetaria.

La crisi dello SME può essere sintetizzata nel paradosso del cosiddetto "quartetto contraddittorio", come evidenziato da Padoa Schioppa già nel 1987 (Padoa Schioppa, 1987). I paesi dell'Unione Europea si sono posti degli obiettivi economici tra di loro contrastanti, in quanto tali obiettivi riguardano la liberalizzazione dei movimenti di merci (primo obiettivo) e quella dei capitali (secondo obiettivo) in un sistema di cambi fissi (terzo obiettivo), elementi incompatibili con il quarto obiettivo: l'autonomia della politica monetaria. Infatti, se i cambi sono fissi in presenza di libertà di movimento dei capitali, allora anche i tassi di interesse nominali devono essere uguali nei paesi partner. Ma tali interessi divergono proprio a causa dell'autonomia delle diverse politiche monetarie, elemento che contrasta con i precedenti. Il libero movimento dei capitali spinge i capitali verso i paesi con i tassi maggiori, favorendone una rivalutazione del cambio e quindi minando la stabilità del sistema valutario a cambi fissi. Eliminare l'autonomia delle politiche monetarie significa, in sostanza, avere un'unica politica monetaria, cioè una sola banca centrale, cioè una Moneta unica.

Inoltre, bisogna considerare la diversa mobilità dei capitali che c'era nel 1979, anno di nascita dello SME, ancora caratterizzato da scarsa mobilità dei capitali, rispetto al 1992, anno della sua crisi, in cui molti paesi avevano già liberalizzato il mercato dei capitali sulla scia delle direttive europee sul Mercato Unico. Tra il 1979 ed il 1992, è aumentato tantissimo il peso dei flussi dei capitali liberi di allocarsi a seconda della remunerazione internazionale. Le statistiche valutarie affermano che nel periodo di vita dello SME la movimentazione di capitali finanziari in Europa, come del

resto in tutto il mondo, è aumentata a dismisura: si stima che le riserve ufficiali delle banche centrali rappresentino appena un decimo dei capitali finanziari movimentati in un giorno. Ciò significa che se una parità tra due valute non viene ritenuta credibile dai mercati, le banche centrali non possiedono sufficienti riserve valutarie per difenderla dalla speculazione: ciò comporta che ogni parità sia difendibile dalla speculazione solo se viene supportata da dati economici fondamentali sufficientemente solidi. I mercati devono credere fermamente ai “fondamentali” economici che determinano il rispetto di tale parità valutaria.

Inoltre, come in tutti gli accordi di cambio, anche nello SME è presente un'asimmetria degli effetti delle variazioni delle valute. Basta ricordare che una valuta che si sta svalutando impone un intervento obbligatorio da parte dell'autorità monetaria che riduce le riserve valutarie e genera un deficit nella bilancia dei pagamenti; al contrario, nel paese che si sta rivalutando le autorità monetarie intervengono, con un'obbligatorietà più di diritto che di fatto, generando un semplice aumento della liquidità. Tale asimmetria danneggia soprattutto i paesi a valuta debole, rendendo instabile l'intero sistema.

Un importante evento che ha contribuito alla crisi dello SME riguarda il processo di riunificazione tedesco. Poiché le risorse finanziarie necessarie a governare la riunificazione sono state ottenute dal governo tedesco tramite emissione di titoli di debito e non tramite un aumento della tassazione, i notevoli finanziamenti richiesti hanno determinato un aumento del tasso di interesse (per esempio, nel luglio del 1992 il tasso di sconto tedesco passa dall'8% all'8,75%) e, di conseguenza, una rivalutazione del marco tedesco. Rafforzamento che ha acuito i problemi strutturali delle valute più deboli. Tale fattore è evidente se consideriamo le risposte della Bundesbank ai vari momenti di crisi che si sono succeduti nello SME dal settembre 1992: la fuoriuscita delle valute di Italia, Finlandia, Svezia e Regno Unito, e la svalutazione di tutte le altre non ha indotto la Bundesbank ad abbassare i tassi di interesse, che saranno finalmente ridotti solo quando la speculazione si accanirà contro il franco francese nel febbraio del 1993, evitando così l'abbandono anche della Francia (e quindi il venir meno dello SME stesso).

Con la crisi dello SME e l'emergere dei suoi limiti strutturali, il processo di realizzazione della Moneta unica europea, quasi paradossalmente, si rafforza: si nota come il superamento degli accordi di cambi quasi-fissi possa avvenire solo con la sostituzione delle varie politiche monetarie nazionali, spesso in contraddizione tra loro, con un'unica politica monetaria europea.

Sulle modalità con cui realizzare il passaggio alla Moneta unica si accese un ampio ed appassionato dibattito tra gli economisti (De Grauwe,

1998). Infatti, l'obiettivo di possedere un'unica moneta europea poteva essere perseguito tramite la sostituzione di tutte le valute nazionali con una nuova valuta (come è realmente successo), oppure tramite la sostituzione delle valute nazionali con la valuta più forte a livello europeo (cioè quella che aveva la maggiore fiducia da parte dei mercati). Per ovvie ragioni politiche non è stato possibile perseguire quest'ultima strada, strada sicuramente valida dal punto di vista della teoria economica.

Un'altra alternativa era rappresentata dall'imposizione di cambi irrevocabilmente fissi all'interno del mantenimento delle varie valute nazionali: non si sarebbe usata alcuna moneta comune, né scelta tra quelle già esistenti (come il marco tedesco), né creata ad hoc (come l'Euro). Questa proposta avrebbe voluto rendere permanente la situazione di cambi irrevocabilmente fissi realizzati dal maggio 1998 con la cosiddetta "fase A" del passaggio all'Euro. In questo caso, pur godendo della stabilità valutaria, non si sarebbe potuto ottenere tutta una serie di vantaggi tipici dell'Euro, quali: la trasparenza dei prezzi, espressi in una sola moneta; la credibilità del mantenimento dei cambi fissi, stante le divergenze macroeconomiche dei paesi e le precedenti esperienze del serpente e dello SME; i benefici internazionali, per la possibilità che l'Euro diventi una valuta di riserva; l'aspetto simbolico e politico che l'uso di una moneta comune possiede nei confronti dei cittadini europei e dei governi.

1.6 Il processo di attuazione della Moneta unica

Il processo di attuazione dell'UEM è stato particolarmente lungo e complesso, tanto dal punto di vista istituzionale, quanto da quello della convergenza economica dei paesi partner.

Tralasciando le ormai storiche proposte del rapporto Werner degli anni '60 - al cui interno si auspicava, in realtà su basi economicamente non realistiche, un rapido passaggio alla Moneta unica - il percorso di realizzo dell'Euro nasce nel giugno del 1988, quando a Hannover il Consiglio europeo decide la nascita di un comitato per lo studio dell'Unione Economica e Monetaria, sotto la direzione del presidente Delors. I risultati dello studio si hanno nell'aprile del 1989 e danno molta importanza ai criteri di convergenza economica, alle regole di partecipazione e all'indipendenza della banca centrale.

Nel giugno 1989 a Madrid il Consiglio europeo prende la decisione di iniziare la prima fase dell'UEM nel luglio 1990, data che coincide con la piena liberalizzazione del mercato dei capitali avvenuta in 8 dei 12 paesi membri.

Nel dicembre 1989 a Strasburgo si decide di far iniziare dal dicembre

1990 una Conferenza InterGovernativa (CIG) per proporre le idonee modifiche da apportare al Trattato di Roma, inserendo in esso i vari aspetti istituzionali legati all'UEM. Il Consiglio europeo di Dublino del giugno 1990 convocò un'altra Cig che avrebbe risolto altri problemi istituzionali legati all'UEM. Le due Cig iniziano nel dicembre 1990 e terminano con il Consiglio europeo di Maastricht nel dicembre 1991. Tale Consiglio approva il Trattato di Maastricht, formalmente sottoscritto nel febbraio del 1992.

Nel 1990, con la piena circolazione dei capitali inizia la prima fase di realizzo dell'UEM, che termina il 1° gennaio del 1994, quando con la creazione dell'Istituto monetario europeo (IME) inizia la seconda fase che dura fino a fine 1998.

Nel marzo 1995 la Commissione europea propone un Libro verde sulle misure pratiche per l'introduzione della Moneta unica, mentre a novembre dello stesso anno viene pubblicata la prima relazione dell'IME sul passaggio verso la Moneta unica.

Nel Consiglio europeo di Madrid del dicembre 1995 si adotta lo scenario relativo alla transizione, che fissa nel maggio del 1998 la verifica del rispetto dei criteri di convergenza economica e quindi la scelta dei paesi che possono partecipare all'UEM, nel gennaio 1999 la fissazione irrevocabile dei tassi di conversione tra le singole valute e l'Euro, nel gennaio del 2002 l'inizio della distribuzione delle nuove banconote e monete in Euro.

Dall'esame cronologico del percorso di costruzione dell'UEM, emerge come questa sia stata realizzata in modo lento ma progressivo. Tale scelta strategica contrasta con quella, teoricamente possibile, di realizzo rapido, tramite una sorta di "terapia d'urto". Quest'ultima è stata usata, per esempio, nell'annessione della Germania dell'Est da parte della Germania dell'Ovest nel 1990. Nel caso dell'UEM la terapia d'urto non avrebbe però consentito ai paesi con bilanci pubblici non idonei di adeguare le finanze pubbliche ai criteri di convergenza di Maastricht. Rispettando tali criteri i paesi dell'UEM avrebbero mostrato una maggiore similarità, elemento importante per garantire la stabilità economica di un'area valutaria comune (e cioè, un'area caratterizzata da un'unica politica monetaria).

I criteri di convergenza, noti anche come criteri di Maastricht, sono i seguenti:

- Tasso di inflazione: non deve superare di un punto e mezzo percentuale la media dei tre Paesi più virtuosi dell'ultimo anno.
- Deficit pubblico: non deve superare il 3% del Prodotto Interno Lordo.
- Debito pubblico: non deve superare il 60% del Prodotto Interno Lordo, o deve convergere in modo soddisfacente verso tale limite.
- Tassi di interesse a lungo termine: non devono superare di due punti

percentuali la media dei tassi dei tre Paesi più virtuosi in termini di inflazione.

- Tassi di cambio: per almeno due anni (1996, 1997) una valuta deve rimanere stabile, cioè deve variare nell'intervallo di oscillazione (che dal 1993 è fissato nel 15%) intorno alla parità centrale dello SME.

Mentre la valenza scientifico-economica dei criteri è dubbia, in quanto non vi è alcuna ragione per fissare tali cifre e non altre più restrittive o meno, la valenza politica dei criteri è chiara ed elevata: il rispetto dei criteri di convergenza ha imposto ai paesi meno virtuosi di modificare profondamente le tradizionali politiche economiche, in modo da ridurre fortemente deficit pubblico e inflazione. Tale riduzione avrebbe permesso ai paesi virtuosi, e cioè quelli che già tradizionalmente avevano bilanci in regola, di “accettare” l’ingresso di paesi economicamente non così solidi.

E lo sforzo di tutti i paesi europei di rispettare tali criteri è stato elevatissimo: contrariamente alle previsioni iniziali, anche nei paesi finanziariamente meno solidi sono stati raggiunti gli obiettivi di risanamento, utilizzando generalmente lo strumento della riduzione della spesa pubblica e dell’aumento della tassazione. Pertanto, nel maggio del 1998 sono stati ammessi alla terza fase di realizzo dell’UEM gli 11 paesi che hanno rispettato i criteri di Maastricht. Tali paesi sono l’Austria, il Belgio, la Finlandia, la Francia, la Germania, l’Irlanda, l’Italia, il Lussemburgo, l’Olanda, il Portogallo, la Spagna. Al contrario, la Grecia non essendo riuscita a risanare il proprio bilancio pubblico ha richiesto di partecipare all’UEM dal 2001 (BCE, 2000), mentre la Slovenia è entrata nel 2007 portando a 13 i paesi aderenti.

La posizione di Regno Unito, Danimarca e Svezia è diversa da quella della Grecia: tali paesi non hanno ancora manifestato l’intenzione di entrare nell’UEM, pur potendo rispettare, da tempo, i criteri di convergenza.

Nel maggio del 1998 sono stati definiti i cambi bilaterali irrevocabili tra le 11 valute dell’UEM, mentre il 31 dicembre dello stesso anno è stato definito il rapporto tra singola valuta e l’Euro.

La tabella 8.1 mostra i tassi di cambio fissati in modo irrevocabile rispetto alla lira.

Con il primo gennaio 1999 inizia la terza fase del passaggio all’Euro: scompaiono giuridicamente (ma non fisicamente) le valute nazionali, che diventano una semplice unità di conto dell’Euro, ed i cambi tra di esse (ormai definiti irrevocabilmente già dal maggio dell’anno precedente).

Dal primo gennaio del 2002 entrano in circolazione le banconote e le monete in Euro, ed entro marzo 2002 vengono tolte dalla circolazione le

vecchie monete nazionali.

Nel periodo in cui l'Euro è la valuta ufficiale europea, pur non essendo ancora in circolazione, vige il principio del "nessun obbligo/nessun divieto": gli operatori economici e i cittadini hanno il diritto di pagare (o farsi pagare) in Euro ma non hanno alcun obbligo di farlo (o di richiederlo). Le eventuali richieste vengono soddisfatte dalle banche, che provvedono a convertire gratuitamente le valute nazionali in Euro (al tasso prefissato il 31 dicembre del 1998). Tale periodo, che va dal gennaio 1999 a fine 2001, si definisce periodo transitorio e consente agli operatori economici un adeguamento progressivo all'uso della nuova moneta.

Un altro importante cambiamento che avviene con la terza fase del passaggio alla Moneta unica riguarda la sostituzione delle politiche monetarie nazionali con un'unica politica monetaria europea (Colombatto, 1998c), la cui responsabilità è attribuita al Sistema Europeo di Banche Centrali, come si esaminerà più approfonditamente nel prossimo capitolo.

2 LE ISTITUZIONI DELL'UEM E LA POLITICA MONETARIA EUROPEA

2.1 Struttura e obiettivi del Sistema Europeo delle Banche Centrali

Come affermato, la responsabilità della conduzione della politica monetaria è attribuita al Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC), che è composto dalla Banca Centrale Europea (BCE) e dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) dei singoli stati membri. Tali BCN, quali la Bundesbank tedesca, la Banque Centrale francese o la nostra Banca d'Italia, erano le precedenti detentrici delle singole politiche monetarie nazionali.

Gli organi del SEBC sono i seguenti (BCE, 1999):

- Il presidente, che presiede il Consiglio Direttivo e il Comitato Esecutivo, e il vice-presidente, che lo sostituisce in caso di assenza;
- Il comitato esecutivo, formato da 6 membri - il presidente, in carica per 8 anni, il vice-presidente (4 anni), quattro consiglieri (in carica da 5 a 8 anni) - che non possono ottenere un secondo mandato. Il comitato esecutivo attua le decisioni del consiglio direttivo, impartendo alle BCN le istruzioni necessarie;
- Il consiglio direttivo, formato dai membri del comitato esecutivo e dai

governatori delle BCN. È l'organismo che prende le decisioni fondamentali per la politica monetaria sulla base di un voto per membro;

- Il consiglio generale, costituito dal presidente e dal vice-presidente della BCE e dai governatori delle BCN, che concorre alla raccolta di informazioni statistiche e fornisce pareri alla Commissione;
- le BCN, che agiscono secondo le direttive e le istruzioni della BCE.

Il modello di riferimento della struttura del SEBC è la Deutsche Bundesbank, unica banca centrale nazionale europea a carattere federale. E proprio come per la Bundesbank, il SEBC è caratterizzato da un forte grado di indipendenza dal potere politico, fattore che consente di ottenere la credibilità e la fiducia dei mercati (reputazione altrimenti difficile da conquistare per una istituzione monetaria, come il SEBC, che non ha una esperienza storica alle spalle). Grazie a tale indipendenza, il SEBC può operare con i tipici strumenti della politica monetaria, e cioè controllare i tassi guida, i coefficienti di riserva e l'emissione di moneta, senza dover dipendere dalle decisioni delle istituzioni politiche nazionali o comunitarie. All'interno del SEBC, la BCE è un'istituzione monetaria sancita dal Trattato sull'Unione Europea, che ne disciplina in dettaglio le caratteristiche e gli obiettivi di funzionamento. Essa possiede un capitale di 5 miliardi di Euro sottoscritto da tutti e 15 i paesi dell'UE (e quindi anche da quelli che non appartengono all'UEM) in modo proporzionale all'importanza di ciascun paese.

Il ruolo delle BCN non è comunque marginale: esse devono sviluppare operativamente le scelte di politica monetaria del SEBC, trasmettere informazioni dal SEBC ai mercati nazionali, raccogliere dati utili al SEBC per la formulazione della politica monetaria. Un ulteriore compito delle BCN è quello della supervisione del sistema dei pagamenti Target. Infine, alle BCN è attribuito anche il compito di vigilare sul sistema finanziario, controllando il comportamento degli operatori.

Tale funzione di vigilanza è oggetto di un acceso dibattito tra gli economisti: da una parte, alcuni propongono la sua attribuzione alla BCE, in modo che quest'ultima controllando il sistema finanziario possa anche fungere da "prestatore di ultima istanza", cioè fornire liquidità alle banche commerciali, patrimonialmente solide, che hanno temporanee necessità; dall'altra, un altro filone di pensiero conferma la scelta attualmente in essere: poiché le realtà bancarie sono ancora realtà eminentemente nazionali e non europee, è logico che il controllore del sistema bancario sia la BCN e non la BCE. Non è improbabile che nel futuro si modifichi questa attribuzione di

poteri (Panizza, 1998), soprattutto se nasceranno grandi gruppi bancari transnazionali che devono essere controllati a livello europeo e non più a livello nazionale⁵.

Il Trattato sull'Unione Europea stabilisce che l'obiettivo primario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Nei fatti, la strategia dichiarata riguarda il perseguimento di un'inflazione annua inferiore al 2%. Solo nel rispetto di tale obiettivo il SEBC può utilizzare la politica monetaria anche per sostenere la crescita economica nell'Unione Europea.

Per raggiungere l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, il SEBC si pone autonomamente alcuni obiettivi "intermedi".

Tali obiettivi intermedi riguardano, per esempio, la variazione delle quantità monetarie europee e sono direttamente collegati agli strumenti della politica monetaria a disposizione del SEBC.

Lo strumento principale per variare la quantità di moneta è il tasso di interesse, definito dalla BCE tramite le operazioni di finanziamento che essa effettua sul mercato finanziario. Un aumento dei tassi di interesse con cui le banche commerciali si finanziano presso la BCE si trasmette al mercato del credito con un aumento del costo del denaro, che genera una riduzione della quantità di moneta in circolazione, una riduzione dell'attività economica e una rivalutazione dell'Euro, elementi a favore di una riduzione dell'inflazione. Tra i vari canali di trasmissione della politica monetaria merita ricordare che l'aumento dei tassi di interesse riduce gli investimenti e i consumi, perché il capitale preso a prestito costa più caro, e quindi riduce la domanda di beni, che a sua volta determina una riduzione del prezzo dei beni, cioè una minore inflazione. Quando l'inflazione avrà nuovamente raggiunto il livello dichiarato ottimale dal SEBC, si potranno nuovamente abbassare i tassi di interesse (e favorire nuovamente l'aumento degli investimenti, della produzione e dell'occupazione), al fine di perseguire la crescita non-inflazionistica del sistema economico europeo.

L'altro strumento a disposizione riguarda l'intervento diretto sulla quantità di moneta. Per esempio, riducendo la crescita della quantità di moneta in circolazione si favorisce un calo della domanda e dell'attività produttiva, e quindi una discesa dei prezzi. Il legame tra quantità di moneta, crescita del PIL e inflazione deriva dalla teoria quantitativa della moneta (BCE 2004). La quantità di moneta viene aumentata mediante l'emissione di nuove banconote o l'acquisto di titoli dal mercato; al contrario, riducendo l'emissione di nuova moneta o vendendo titoli si riduce la crescita della

⁵ Anche se l'opera di vigilanza viene condotta con grande professionalità da parte delle BCN, la crisi finanziaria del settembre 2008 ha sollevato alcuni dubbi sulle reali possibilità di monitoraggio delle BCN nei confronti di gruppi finanziari internazionali dislocati in più paesi europei.

quantità di moneta.

2.2 Gli strumenti di politica monetaria del Sistema Europeo di Banche Centrali

Gli strumenti che il SEBC utilizza per realizzare la politica monetaria sono:

- 1) le operazioni di mercato aperto;
- 2) le operazioni su iniziativa delle controparti;
- 3) la modifica dei coefficienti di riserva obbligatoria.

1) Per influenzare i tassi di interesse e la liquidità del mercato il SEBC utilizza le seguenti operazioni di mercato aperto:

- a) operazioni temporanee;
- b) operazioni definitive;
- c) emissione di certificati di debito;
- d) emissione di *swap* in valuta;
- e) raccolta di depositi a tempo determinato.

1.a) Le operazioni temporanee sono effettuate tramite l'acquisto o la vendita di titoli finanziari, definiti attività stanziabili, nella forma di contratti di vendita (acquisto) a pronti con un patto di riacquisto (rivendita) a termine. La differenza tra il prezzo a pronti e quello a termine corrisponde all'interesse dovuto per compiere l'operazione.

Le operazioni temporanee si distinguono in:

- Operazioni di rifinanziamento principali: sono le operazioni più importanti dal punto di vista quantitativo; vengono effettuate con frequenza settimanale e con scadenza a due settimane tramite un'asta standard.
- Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine: sono effettuate con frequenza mensile e scadenza a tre mesi.
- Operazioni temporanee di *fine-tuning*: poichè queste operazioni servono per ridurre gli effetti sui tassi di interesse causati da fluttuazioni impreviste di liquidità, esse devono essere eseguite con procedure rapide e flessibili, senza alcuna frequenza o scadenza regolare.
- Operazioni temporanee di tipo strutturale: sono utilizzate per regolare la posizione strutturale del SEBC nei confronti del settore finanziario; non hanno frequenza o scadenza regolare.

1.b) Le operazioni definitive sono operazioni con cui il SEBC acquista o vende attività stanziabili a titolo definitivo, cioè con il passaggio di proprietà delle attività al momento dell'acquisto o della vendita. Il SEBC utilizza tale strumento per finalità di tipo strutturale o di *fine-tuning*. Non hanno una frequenza standardizzata.

1.c) Con l'emissione di certificati di debito il SEBC emette titoli che consentono di regolare il fabbisogno di liquidità del mercato. I certificati sono emessi sotto forma di titoli a sconto e sono rimborsati a scadenza al valore nominale.

1.d) Con le operazioni di *swap* in valuta il SEBC acquista (vende) Euro a pronti e li rivende (riacquista) a termine a una data predeterminata, utilizzando le principali valute internazionali. Tali *swap* vengono usati per finalità di *fine-tuning* per determinare le condizioni di liquidità sul mercato e per influenzare i tassi di interesse, nonché come strumento di controllo del tasso di cambio dell'Euro nei confronti delle altre valute.

1.e) La raccolta di depositi a tempo determinato è prevista soltanto per ragioni di *fine-tuning* al fine di assorbire liquidità dal mercato. I depositi hanno una durata prestabilita e un tasso di interesse fisso.

2) Le operazioni su iniziativa delle controparti vengono chiamate così in quanto si tratta di operazioni sollecitate dagli operatori finanziari, che hanno bisogno di cedere/acquistare liquidità tramite il SEBC. Le operazioni su iniziativa delle controparti si distinguono tra operazioni di rifinanziamento marginale e depositi presso il SEBC.

2.a) Con le operazioni di rifinanziamento marginale le banche commerciali chiedono liquidità in due forme:

- Contratti *over-night* (cioè che durano un giorno) di acquisto a pronti e patto di vendita a termine il giorno successivo (o viceversa);
- Prestiti *over-night* garantiti, operazioni in cui c'è un diritto di prelazione sulle attività fornite come garanzia.

Tali operazioni vengono utilizzate per soddisfare le esigenze temporanee di liquidità degli operatori finanziari. Il tasso di interesse che si viene a definire serve per stabilire il limite massimo del tasso di interesse sul mercato *over-night*.

Questo tipo di operazione ricalca quelle a tasso Lombard un tempo effettuate dalla Bundesbank, mentre in Italia trovava una corrispondenza solo parziale con le anticipazioni a scadenza fissa (che sono limitate per

quantità) effettuate a suo tempo dalla Banca d'Italia.

2.b) Gli operatori finanziari possono costituire depositi over-night presso il SEBC. I depositi sono remunerati a un tasso di interesse prestabilito e deciso dalla BCE. In condizioni normali il tasso così determinato costituisce il limite minimo del tasso *over-night*.

3) La riserva obbligatoria, oltre a essere uno strumento di tutela del depositante in quanto garantisce una copertura minima dei depositi bancari, è anche uno strumento di politica monetaria poiché i coefficienti di riserva obbligatoria incidono sul moltiplicatore della moneta e sulla concessione di prestiti da parte delle banche. Lo Statuto della BCE prevede quindi la possibilità di richiedere agli istituti di credito di detenere riserve su conti costituiti presso le BCN.

Il livello della riserva viene definito dalla BCE, come pure l'eventuale remunerazione della riserva stessa.

Bisogna tuttavia sottolineare come in realtà le funzioni svolte dalla riserva obbligatoria abbiano ormai un'utilità molto ridotta, in quanto le funzioni di tutela del depositante e di creazione di moneta sono oggi svolte più efficacemente tramite altri strumenti, come i coefficienti di rischio calcolati sulle passività delle banche e le operazioni di mercato aperto. Per tale motivo è prevedibile che la BCE non utilizzi in pieno tale strumento per la politica monetaria e che quindi il coefficiente di riserva obbligatoria venga mantenuto a un livello relativamente basso, come è avvenuto tradizionalmente in Germania, Francia e Gran Bretagna.

Come già affermato, il Trattato sull'Unione Europea sancisce che l'obiettivo primario del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. La strategia per raggiungere tale obiettivo, come quella per raggiungere gli obiettivi intermedi, è tuttavia basata su complessi rapporti tra l'istituzione monetaria e i mercati finanziari: l'opera della BCE cerca di influenzare le aspettative di questi ultimi.

Infatti, per fare in modo che la strategia monetaria risulti efficace, occorre fornire ai mercati finanziari la corretta informazione sulle aspettative e sulle attività intraprese dall'istituzione monetaria, nonché sulla sua credibilità nel raggiungere gli obiettivi prefissati.

Per esempio, si può operare tramite un "pubblico annuncio" su quale sia, dal punto di vista quantitativo, l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi. Tale annuncio viene generalmente esteso anche agli obiettivi intermedi, sempre per aumentare la trasparenza e la fiducia dei mercati nei confronti dell'istituzione monetaria.

Tale strategia è stata seguita dalla BCE che ha dichiarato che un'inflazione annua inferiore al 2% nell'UEM è compatibile con il principio

della stabilità dei prezzi imposto dal Trattato sull'Unione Europea. In sostanza, il 2% è il livello dei prezzi che il SEBC è disposto a accettare nell'UEM nel medio periodo, e quindi tutti gli strumenti di politica monetaria in possesso del SEBC saranno indirizzati a mantenere tale obiettivo.

La scelta di mantenere una stabilità dei prezzi del medio periodo deriva anche dal fatto che nel breve periodo i prezzi hanno una variabilità attribuibile soprattutto a cause non monetarie (al di fuori quindi dell'influenza del SEBC)⁶. Al contrario, la teoria economica offre un ampio consenso, fondato sull'evidenza empirica, che la dinamica dei prezzi nel medio-lungo periodo abbia un'origine di tipo monetario: gli aumenti dei prezzi sono, in genere, strettamente legati a tassi di crescita della moneta superiori al potenziale di crescita dell'economia reale nel medio termine.

Per rendere stabili i prezzi occorre quindi intervenire sulla crescita della moneta, tale crescita controllata è pertanto un obiettivo intermedio della politica monetaria, prontamente annunciato dal Consiglio direttivo della BCE: la crescita della moneta deve avvenire ad un tasso non superiore al 4,5% annuo⁷. Poiché la crescita della moneta deve essere uguale al tasso di inflazione più il tasso di crescita del PIL, si raggiunge in questo modo un equilibrio tra le quantità delle variabili in gioco all'interno della teoria quantitativa della moneta: variazione del PIL (+2,5%), variazione dei prezzi (+2%), variazione della quantità di moneta (+4,5%), e con l'ipotesi che la velocità di circolazione della moneta sia costante nel lungo periodo.

Il cerchio si chiude nel momento in cui i mercati credono che l'obiettivo annunciato verrà realmente raggiunto dall'istituzione monetaria, cioè quanto quest'ultima gode della fiducia dei mercati (o, detto in altro modo, se il SEBC è un'istituzione credibile).

Guadagnarsi la credibilità è quindi un'operazione particolarmente importante per il SEBC che, al contrario di alcune BCN, non può mostrare ai mercati di possedere una lunga esperienza nel contenimento dell'inflazione e nel raggiungimento degli obiettivi che si prefigge.

Per guadagnarsi la necessaria reputazione nei primi anni di attività, la BCE ha cercato di dimostrare una sorta di continuità con l'operato della

⁶ Come nel caso in cui una buona parte dell'inflazione europea sia attribuibile alla crescita del prezzo del petrolio o di altre materie prime.

⁷ Per moneta si intende un aggregato monetario piuttosto ampio e definito M3, che contiene il contante e i depositi a vista (aggregato M1), a cui si aggiungono i depositi con scadenza fino a due anni e i depositi rimborsabili con preavviso fino a tre mesi (aggregato M2), a cui si aggiungono i titoli finanziari immediatamente negoziabili, quali obbligazioni con scadenza inferiore ai due anni, titoli di mercato monetario, strumenti finanziari pronti contro termine (ottenendo, per l'appunto, M3).

Bundesbank tedesca. Per esempio, l'essersi posta l'obiettivo intermedio del contenimento della crescita monetaria va in questa direzione, in quanto tale obiettivo è stato a lungo utilizzato dalla BCN tedesca.

Merita ancora aggiungere come l'eventuale obiettivo intermedio di fissare un certo tasso di cambio dell'Euro nei confronti delle altre valute internazionali non sia stato scelto almeno per due motivi: da una parte, è alquanto difficile stabilire il tasso di cambio corretto per garantire la stabilità dei prezzi interni; dall'altra, il controllo del tasso di cambio dell'UEM ha una valenza nettamente inferiore rispetto a quanto succedeva prima dell'integrazione monetaria per il singolo paese. Infatti, la struttura del commercio internazionale dei paesi dell'UEM fa sì che essi siano molto integrati tra loro, e che quindi commercino prevalentemente all'interno dell'Unione Europea. Si stima che le importazioni da paesi esterni all'Unione Europea rappresentino solo il 12% del PIL comunitario, alla stessa stregua degli altri grandi blocchi economici mondiali quali gli Stati Uniti (10%) e il Giappone (11%). Anche le esportazioni avrebbero un comportamento simile. La "chiusura" del sistema europeo nei confronti del commercio mondiale non rende particolarmente importante, ai fini della competitività di prezzo dei sistemi industriali, l'evoluzione dell'Euro nei confronti del dollaro o dello yen⁸. Tuttavia, se ciò è vero per la media dell'economia europea, non vale affatto per alcune tipologie di settori economici, come il turismo e i beni di lusso. Infatti, questi settori, in cui l'economia italiana è altamente specializzata, risentono pesantemente di un calo delle esportazioni verso gli Stati Uniti, causato dalla perdita di competitività di prezzo dei nostri prodotti conseguente alla rivalutazione dell'euro.

⁸ Come conferma il comportamento della BCE nel non opporsi alla svalutazione dell'Euro nei confronti del dollaro.