

4 ottobre 2019

Il Sole **24 ORE**

SERVIZIO | L'ANALISI

QUANDO LA BUNDESBANK DOMINAVA L'EUROPA: LO CHOC DELLA RIUNIFICAZIONE MONETARIA TEDESCA

di Marcello Minenna

Il cambio di guardia alla presidenza della Banca Centrale Europea (BCE) e la ricorrenza del trentennale dalla caduta del muro di Berlino nel 1989 caratterizzano questo scorcio di novembre e ci ricordano uno dei periodi dell'integrazione europea in cui eventi inattesi mostrarono l'incapacità della politica monetaria dell'epoca di poter mediare tra obiettivi confliggenti. Dalla crisi di quel modello di gestione emerse la necessità di dover disporre di una politica monetaria unica per poter gestire meglio qualunque *shock* esogeno durante il lungo processo di integrazione.

All'inizio del 1990 le istituzioni dell'Unione Europea (UE) tentavano di implementare uno dei passaggi più delicati del percorso verso l'Unione monetaria: l'abolizione del controllo sui movimenti di capitale all'interno di un sistema di gestione dei cambi semi-fisso qual era il Sistema Monetario Europeo (SME) venuto alla luce nel 1979. Nello SME *de facto* tutte le valute europee erano ancorate ai movimenti del marco tedesco, con limitate oscillazioni ammesse in un senso o nell'altro intorno ad una "parità centrale", cioè un rapporto di cambio prefissato e modificabile solo saltuariamente previo accordo tra autorità monetarie.

Il sistema negli anni '80 aveva funzionato discretamente bene, con una riduzione complessiva della volatilità dei tassi di cambio e pochi riallineamenti delle parità centrali. Questa stabilità era stata ottenuta grazie alla possibilità di limitare i trasferimenti di capitale da un Paese all'altro ed anche alla diffusione di accordi di *swap* di valuta di lungo periodo tra le banche centrali nazionali (BCN), cioè linee di liquidità di emergenza per finanziare operazioni a supporto dei tassi di cambio.

L'Italia nel 1990 accettava una sfida ancora più ambiziosa, perché insieme all'abolizione del controllo di capitali, decideva di adottare la banda stretta di oscillazione del cambio rispetto alle parità centrali con le altre valute (+/- 2,25%). Questa scelta imponeva alle autorità (monetarie e fiscali) dei vincoli molto stringenti: innanzitutto la Banca d'Italia avrebbe dovuto avere una politica monetaria molto più allineata a quella delle altre BCN (in particolare a quella della *Bundesbank*), con margini di manovra quasi nulli nella prospettiva di varare manovre anticicliche o perseguire obiettivi diversi dalla stabilizzazione del tasso di cambio.

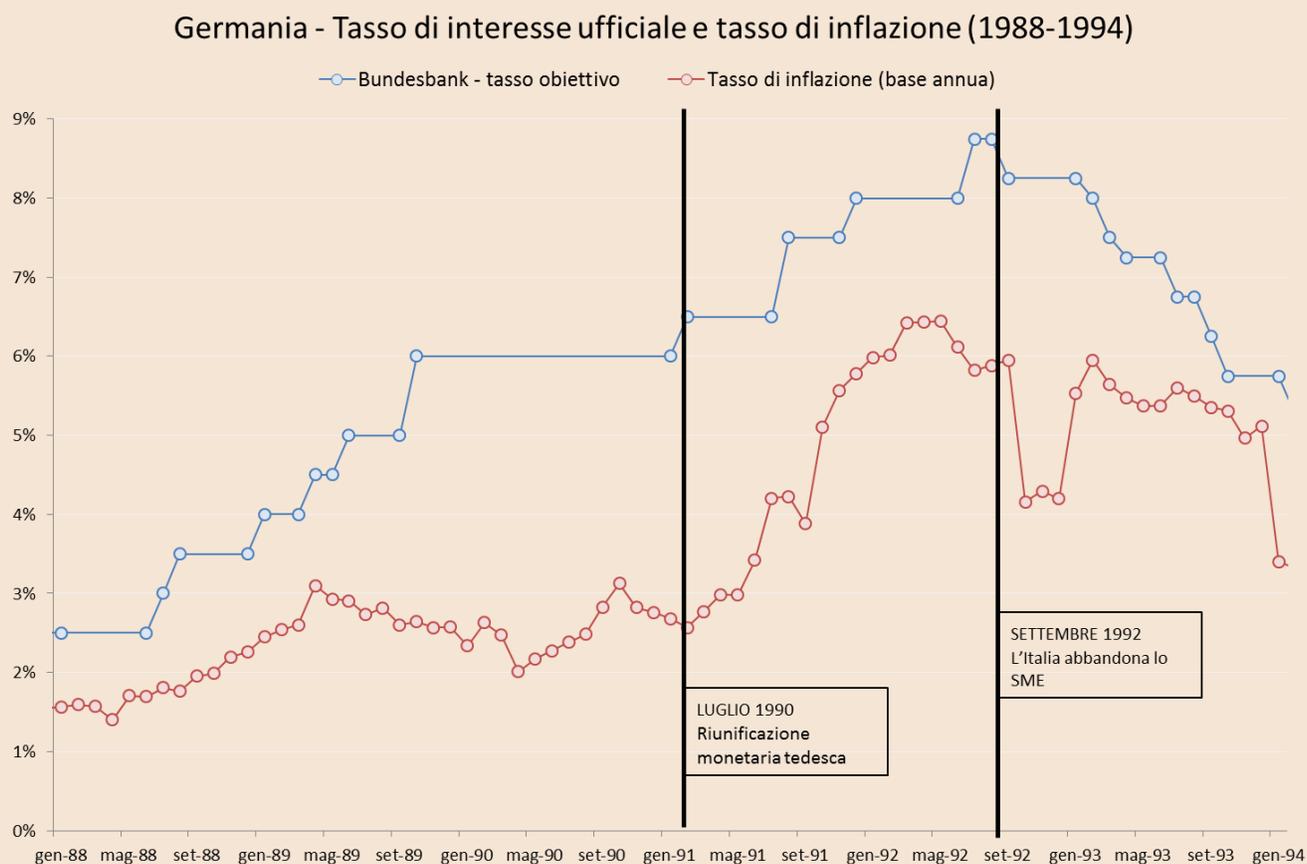
In seconda battuta, il governo italiano avrebbe dovuto armonizzare la politica fiscale con quella dei vicini europei al fine di ridurre gli sbilanci macro-economici che potevano influire sui livelli dei tassi di interesse e - dunque - sul tasso di cambio. Per il governo italiano, abituato a varare manovre in *deficit* nominale a doppia cifra, ciò si traduceva nel mettere in atto politiche di *austerity* di compressione della spesa e di aumento delle tasse. Nel 1989 il *deficit* primario al netto della spesa per interessi era ancora molto negativo, al -2,27%.

Nel corso del 1990 il contesto internazionale ed il progressivo consolidamento fiscale stavano già comportando un rallentamento dell'economia italiana. La Banca d'Italia tuttavia non poteva contrastare pienamente il rallentamento del PIL attraverso un progressivo ribasso dei tassi di interesse, perché questo avrebbe provocato troppe pressioni sul livello del cambio. Al netto di una limatura dei tassi ad inizio anno, la Banca d'Italia rimase sostanzialmente ferma. Per intanto, al graduale accumularsi di squilibri si affiancò uno *shock* improvviso all'economia europea dovuto alla riunificazione monetaria tedesca.

Nel luglio 1990 infatti, dopo mesi di intensi negoziati internazionali, si crearono le condizioni per avviare il processo di riunificazione delle due Germanie. L'unificazione economica precedette quella politica: la Germania Est rinunciava alla propria sovranità monetaria adottando la moneta dell'Ovest. Salari e pensioni vennero equiparati per legge. Tuttavia la valuta della Germania Est era scambiata con il Marco dell'Ovest ad un rapporto 4:1; la ridenominazione comportò una crescita del livello di prezzi e salari reali nella Germania Est del 340% in poche settimane. Fu uno *shock* inflazionistico importante, che portò il tasso nazionale di crescita dei prezzi a triplicarsi, dal 2,49% dell'agosto 1990 al 6,45% del marzo 1992. Per la Germania abituata a livelli di inflazione molto bassi si trattava di aumenti significativi, che la *Bundesbank* nel rispetto del suo mandato provò a rallentare.

Già impegnata in un ciclo di rialzo, dal 1990 la banca centrale tedesca intensificò il ritmo: i tassi di interesse, passarono dal 6% dell'agosto 1990 all'8,75% del luglio 1992 (cfr. Figura 1). Nel più ampio contesto europeo, la decisione della *Bundesbank* provocò anche un maggiore afflusso di capitali in attività finanziarie tedesche dal resto dell'UE, più evidente da Paesi che avevano un differenziale di tassi maggiore (meno dall'Italia), e pressioni crescenti sui tassi di cambio delle altre principali valute.

Figura 1



Fonte: Bundesbank

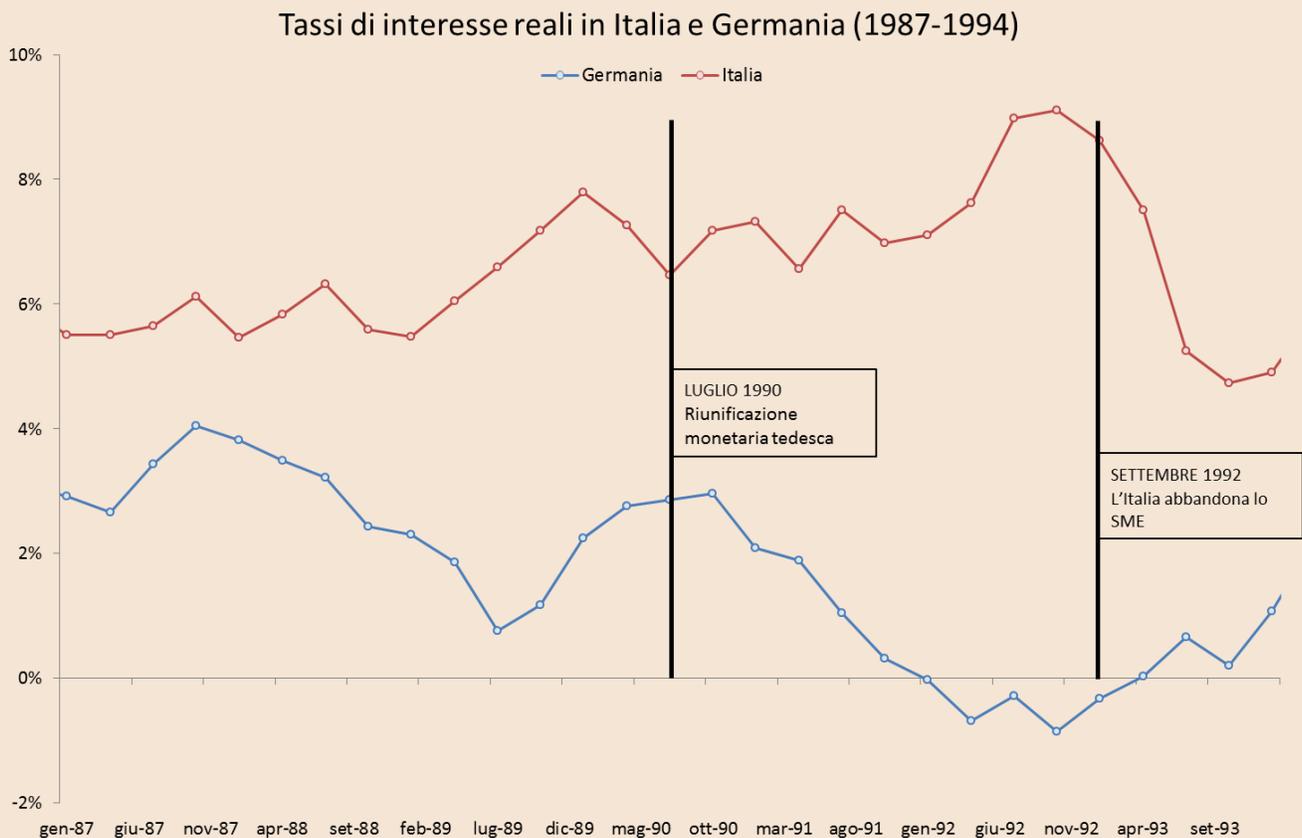
C'era dunque un conflitto tra l'obiettivo statutario della *Bundesbank* di controllo del tasso di inflazione e quello politico di sostegno del tasso di cambio, che evidentemente non era sostenibile nel lungo periodo.

Ma non bastava: per via di un marcato incremento della spesa pubblica connesso con lo sforzo di riunificazione, anche la crescita del PIL tedesco sperimentava una fiammata improvvisa, arrivando ad un 7% tendenziale annuo nel gennaio del 1991. L'Italia nello

stesso periodo lottava per non rimanere impantanata nella recessione, mentre il resto d'Europa arrancava.

Nel 1990-1992 si creò dunque una divergenza netta nei cicli macroeconomici delle economie di Italia (e resto dell'UE) vs Germania, che si rifletté in un aumento del tasso di interesse reale (al netto dell'inflazione) di oltre 200 punti base nel periodo 1990-1992 (cfr. Figura 2).

Figura 2



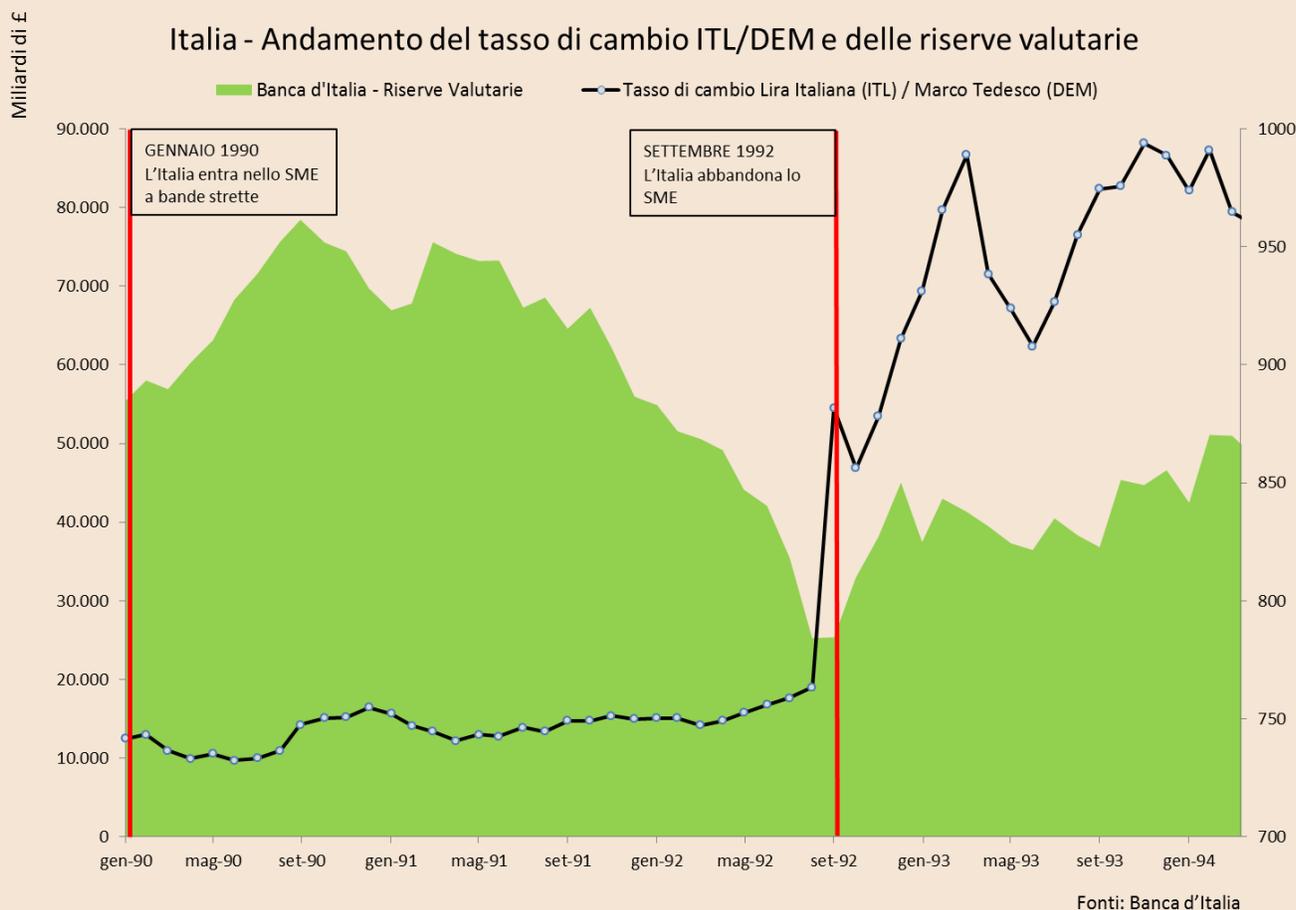
Fonte: Banche Centrali

In sintesi, la riunificazione monetaria tedesca ed il disallineamento dei cicli economici di Germania e resto dell'UE generarono una situazione sfavorevole per l'economia italiana. Infatti, la politica monetaria era sostanzialmente "con le mani legate" per via dell'obiettivo di mantenimento del livello del tasso di cambio che era confliggente con quello di sostegno all'economia.

La politica fiscale era inoltre restrittiva, con la finalità di sostenere la fiducia nella stabilità del cambio. È la teoria della casa in ordine che poi venne traslata nei limiti di Maastricht su deficit (<3%) e debito pubblico (>60%): se in regime di cambi fissi la politica monetaria è bloccata allora avrò bisogno della politica fiscale solo in tempi di vera crisi; pertanto era necessario tenere i conti in ordine da subito. Tuttavia questo *mix* di politiche restrittive deprime il tasso di crescita del PIL.

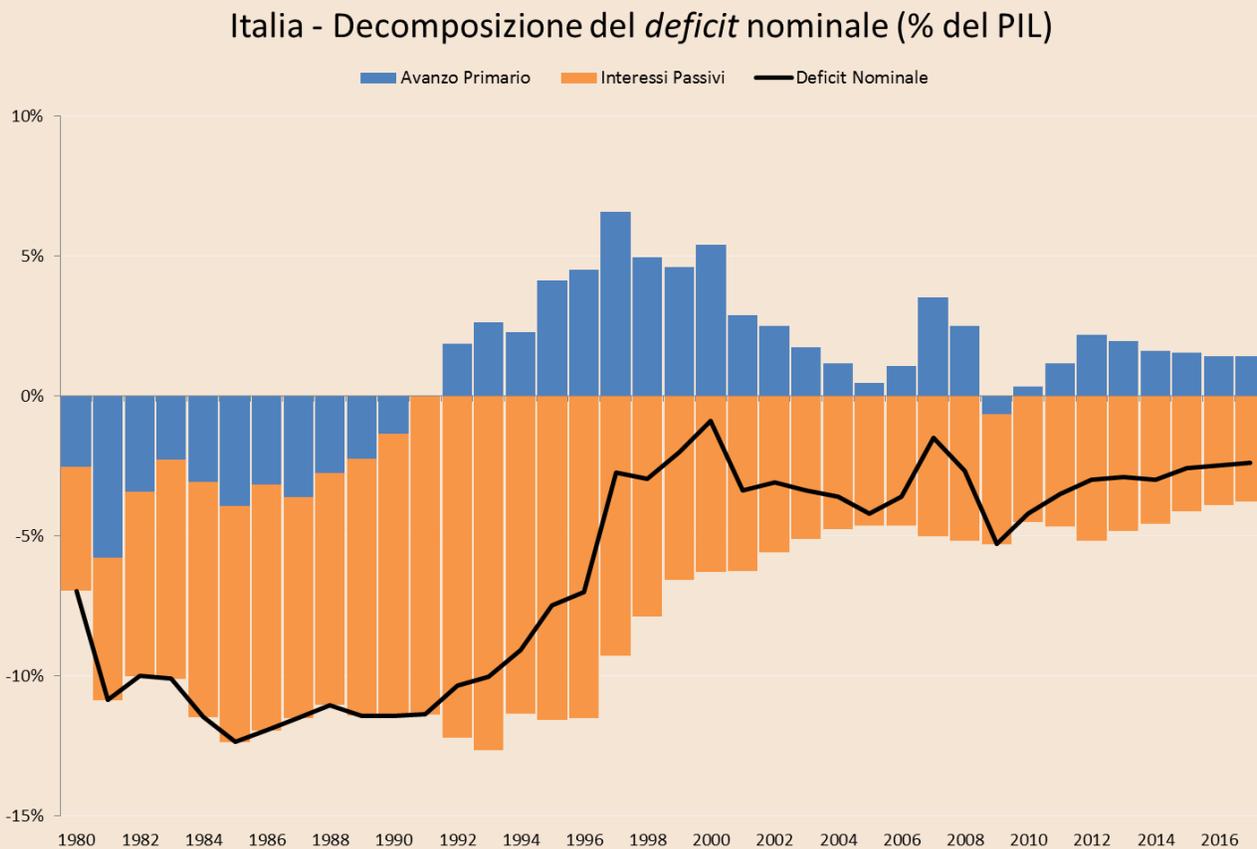
Le nubi sulla stabilità dello SME si addensarono: il differenziale tra i tassi di interesse obiettivo di Banca d'Italia (l'allora Tasso Ufficiale di Sconto) e della *Bundesbank* si ridusse progressivamente: ciò si tradusse automaticamente in una pressione crescente al riallineamento del tasso di cambio Lira/Marco. Non potendo intervenire sui tassi di interesse, la Banca d'Italia aumentò il livello di sostegno al cambio attraverso l'utilizzo delle riserve valutarie in operazioni di mercato aperto. Dai dati, si nota come a partire da settembre 1990 le riserve in valuta cominciano a ridursi; il grosso del calo avverrà comunque nel corso del 1992 (cfr. Figura 3).

Figura 3



Il livello degli interessi pagati sul debito pubblico era in forte salita dal 1988 (un +20% medio annuo) per via dei rialzi dei tassi di Banca d'Italia allineati a quelli della *Bundesbank*; con il rallentamento della crescita economica, aumentò anche la loro incidenza sul PIL, dal 10% del 1990 al 12,6% del 1993. Nel 1991 una stretta fiscale consentì di raggiungere un sostanziale annullamento del disavanzo primario; tutto il *deficit* del governo italiano (-11,35%) era attribuibile al pagamento degli interessi (cfr. Figura 4). La persistenza di *deficit* nominali annui oltre il 10% fino al 1993 durante un periodo di recessione causò una forte crescita del rapporto Debito/PIL, dal 96% del 1990 al 121% del 1993.

Figura 4



Fonte: Elaborazione su dati ISTAT

Nell'estate 1992 insieme alla Lira italiana fu la Sterlina britannica a subire un'intollerabile pressione. La *Bundesbank* in verità si offrì a più riprese di effettuare un riallineamento delle parità centrali, incorporando così nei tassi di cambio ufficiali una rivalutazione del Marco. Tuttavia questo intervento di riequilibrio venne osteggiato da Francia e Regno Unito per via dei costi politici legati alla svalutazione delle rispettive divise. Il governo francese si era infatti impegnato ufficialmente in una politica a sostegno del *Franc fort* ed anche quello

inglese di John Mayor da poco insediato aveva fatto della lotta all'inflazione un punto programmatico forte; qualsiasi indebolimento delle valute avrebbe compromesso questi intenti politici. D'altronde le suggestioni di una valuta "forte" influenzavano anche gli ambienti politici italiani, dove fino al 1991 si continuò a discutere dell'introduzione di una "lira pesante".

Le forze di mercato furono comunque più forti dell'enorme capitale politico e della quantità di riserve valutarie impegnate nella difesa delle parità centrali e Lira italiana e Sterlina inglese furono costrette ad abbandonare la banda stretta di oscillazione nel settembre 1992, dopo settimane di pressante attacco speculativo. La Banca d'Italia avrebbe bruciato tra gennaio e settembre 1992 50.000 miliardi di Lire di riserve nella difesa del cambio, che si aggiungevano ai 10.000 miliardi già defluiti tra il 1990 ed il 1991.

La crisi valutaria, con la pesante recessione che ne seguì, costrinse gioco forza i Paesi dell'UE a ripensare il sistema monetario e a creare le basi della Banca Centrale Europea: un'autorità dove, anche se in maniera imperfetta e subottimale, le istanze di ogni Paese impegnato nel gioco cooperativo della stabilità del cambio potevano essere mediate.

Fu una scelta *ex-post* lungimirante: la *Bundesbank* certo dovette fare un passo indietro, e rinunciare ad una perfetta autonomia nelle scelte, ma con benefici per tutti. Trent'anni dopo la Riunificazione, forse sarebbe necessario che le autorità tedesche mostrassero altrettanta lungimiranza facendo un passo indietro ed accettando di condividere i rischi con il resto dell'Eurozona, per completare finalmente il processo di integrazione.

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna