

**Facoltà di Economia**

**Cattedra di Storia Economica**

**La politica monetaria tedesca dal 1980 al 1999**

**Relatore:**

**Prof. Luciano Palermo**

**Candidato:**

**Giulio Bonfissuto**

**Matr.139901**

**Anno accademico 2010/2011**

## INDICE GENERALE

### Introduzione

1. Basi teoriche della politica economica tedesca
2. Assetto istituzionale della politica economica tedesca
3. Breve raffronto tra l'ordinamento monetario tedesco e quello italiano
4. Gli strumenti della politica monetaria della Repubblica federale di Germania
  - 4.a La riserva obbligatoria
  - 4b. Le operazioni di rifinanziamento. Il risconto
  - 4.c Le anticipazioni lombard
  - 4d. Le operazioni di mercato aperto
  - 4e. Strumenti di mercato cessati nel 1994
  - 4f. Cambiamenti nella politica monetaria tedesca a seguito del trattato di Maastricht: il recepimento dell'articolo 104 del trattato
5. Il mercato monetario
6. La politica monetaria della Germania ovest fino al 1980
7. La politica monetaria della Germania ovest dopo il 1980
8. La politica monetaria dall'unificazione al 1999
  - 8a. la riunificazione politica ed economica della Germania
  - 8b. L'unione monetaria tedesca e collasso dello SME
  - 8c. Il processo d'integrazione economica e monetaria in Europa
9. Conclusioni

## **Introduzione**

La presente tesi, che tratta della politica monetaria della Germania dal 1980 fino all'avvento dell'euro, evento che segna la fine della sovranità monetaria per tutti i paesi aderenti all'*Eurosistema*, per intima connessione di materia comprende necessariamente la disamina, anche se sommaria: a) delle vicende e dell'operatività della banca centrale (la Bundesbank) della *Repubblica Federale di Germania* (Bundesrepublik Deutschland), prima e dopo l'unificazione tedesca, del contesto istituzionale che ne segna l'operatività e ne spiega la struttura, l'assetto organizzativo e i compiti, b) del principio informatore della sua azione (la c.d. "strategia targeting"), dando anche conto dell'articolazione dei suoi strumenti e delle modalità di attuazione dei suoi interventi.

Naturalmente, saranno pure esaminate, anch'esse in maniera molto riassuntiva, le principali caratteristiche strutturali, organizzative e operative del sistema finanziario tedesco - punto di partenza per ogni indagine di politica monetaria - che costituisce la base e la cornice su cui si fonda e si riflette ogni misura delle autorità monetarie.

Nel lungo periodo, l'aumento dei prezzi è stato meno ripido in Germania che nella maggior parte degli altri paesi industriali, con conseguente forte apprezzamento del marco tedesco, che ha acquisito anche il rango di moneta di riferimento del sistema monetario europeo, nei mercati dei cambi.

La stabilità del marco tedesco deve molto alla politica monetaria della Bundesbank, che agisce sulla base di un chiaro mandato legale, alla sua indipendenza e al "convincente" orientamento di politica monetaria sempre manifestato.

Ai sensi della legge sulla Bundesbank, la funzione primaria della Banca centrale tedesca è stata la "salvaguardare della moneta", per cui, al fine di garantire che la

Bundesbank fosse in grado di perseguire questo obiettivo senza ostacoli, la legge e la prassi istituzionale le hanno permesso di essere indipendente dalle istruzioni del governo.

Gli elementi fondamentali della costituzione della banca centrale tedesca sono serviti come una sorta di modello per il futuro della Banca centrale europea.

Nella convinzione che, nel lungo periodo, il tasso d'inflazione è funzione di un ampliamento eccessivo dello stock di moneta, il controllo della crescita monetaria, nonché la strategia monetaria targeting che la Bundesbank ha perseguito sin dalla metà degli anni settanta hanno garantito il mantenimento della stabilità monetaria.<sup>1</sup>

### **1. Basi teoriche della politica economica tedesca.**

All'inizio di questa tesi, appare opportuno individuare la concezione sul ruolo da assegnare al mercato nell'attività economica, che ha anche influenzato l'elaborazione della politica monetaria nella Repubblica Federale Tedesca negli anni del secondo dopoguerra.

In Germania le teorie economiche sul ruolo della politica economica come strumento di correzione delle eventuali deviazioni ed eccessi del mercato, si sono sviluppate seguendo vie diverse dalle impostazioni teoriche dominanti in altri stati dell'Europa occidentale.

Tali convincimenti, pure nel riconoscimento della funzione insostituibile del mercato nell'organizzare l'attività economica delle formazioni sociali politicamente strutturate, tuttavia non sempre gli attribuiscono l'idoneità a garantire "l'equilibrio distributivo" assicurato dai meccanismi automatici di aggiustamento individuati dalla teoria neoclassica, posto che eventuali conflitti all'interno delle società non solo finirebbero per

---

<sup>1</sup> Su quanto sopra e, in genere, sulla politica monetaria tedesca prima dell'avvento dell'Euro, v. The monetary policy of the Bundesbank, in [http://www.bundesbank.de/download/presse/publikationen/geldpolitik\\_bundesbank.199610\\_en.pdf](http://www.bundesbank.de/download/presse/publikationen/geldpolitik_bundesbank.199610_en.pdf).

comprometterne l'attività autonoma, ma anzi ne solleciterebbero quegli squilibri paventati dalla teoria keynesiana.

Mercato e protezione sociale sono pertanto due concetti non separabili per realizzare la crescita economica, poiché la seconda assicura che l'efficiente e corretto funzionamento del primo sia un obiettivo comune.

Questo modello tedesco, noto come *ordoliberalism*<sup>2</sup> o più semplicemente *social market economy*, associa i principi generali del libero mercato – valuta stabile, libera contrattazione, regole fisse di politica economica, mercati orientati all'esportazione – con l'idea che le forze spontanee e la flessibilità non sono in grado da sole di generare un mercato efficiente. In altre parole lo Stato deve creare le precondizioni per un funzionamento corretto del mercato.

La proposta sostenuta degli studiosi tedeschi si muove intorno all'idea centrale che il mercato sia il modo migliore per organizzare l'attività economica di un paese<sup>3</sup>, ma che esso tuttavia possenga dei limiti che vanno superati, in specie per quanto concerne le sue conseguenze sociali.

---

<sup>2</sup> Nell'ambito di una ricerca sull'identificazione di aspetti generali e comuni nell'analisi comparata tra sistemi finanziari mediante il riferimento a schemi interpretativi teorici, Renzo A. Castelnovo, *Aspetti generali dell'analisi comparata tra sistemi finanziari, Alcune proposte metodologiche, Quaderni di Ricerche, numero 60, dell'Ente per gli Studi Monetari e Finanziari Luigi Einaudi, pag. 99, par. 3.6 sul Ruolo e rilevanza delle istituzioni finanziarie, considera la francese "Scuola della regolazione" (connessa alle fertili esperienze della programmazione economica nazionale) ed il tedesco Ordoliberalism "costruzioni teoriche che enfatizzano la connessione tra carattere storico dell'economia e sua dimensione teorica, per analizzare l'evoluzione macroeconomica ed i conseguenti raffronti tra diverse morfologie basate su diversi contesti istituzionali (Labrousse, Weisz 2001)".*

<sup>3</sup> Anche se la costituzione tedesca non adotta esplicitamente l'economia di mercato come sistema economico della Germania, tale ordinamento dell'economia, con i correlati principi del riconoscimento del diritto di proprietà e della libertà di concorrenza, è alla base dell'attività economica tedesca. Naturalmente tale ordinamento tiene conto anche della protezione delle esigenze di carattere sociale che danno luogo al fenomeno dell'economia sociale di mercato.

La ricostruzione di un'economia di mercato richiedeva dunque anche un ripensamento dell'ordine sociale. La soluzione degli *Ordo-liberali* a questi problemi — espediente dalla quale ha poi preso forma il modello economico tedesco: l'*economia sociale di mercato* — consiste nel partire da un'accurata definizione delle regole alle quali l'intervento dello stato deve attenersi per ricostruire un nuovo ordine, nel rispetto tanto della logica del mercato quanto dei bisogni sociali.

Questo modo di organizzare l'attività del mercato e la politica economica è stato riconosciuto il 23 maggio 1949 dalla c.d. legge Fondamentale costitutiva (*Grundgesetz*), nota anche come la “Costituzione di Bonn”, che statuiva la struttura federale per il nuovo stato, basato sui principi dell'economia sociale di mercato (*Sozialmarktwirtschaft*). Tali principi, sono stati applicati sin dagli anni 50-60, esclusa una breve parentesi in cui il pensiero keynesiano ebbe una qualche influenza in Germania (1966-73), ed anche dopo l'unificazione con la Germania Est<sup>4</sup>.

Ciò si è riflesso sulla mission delle autorità governative e monetarie per cui la Banca Centrale deve perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Ad ogni modo, gli obiettivi del Governo e della Banca Centrale, se pure interdipendenti e mutuamente limitatisi, devono essere perseguiti in autonomia poiché assicurano un sentiero di espansione di lungo periodo stabile<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Una chiara applicazione di tali principi si può individuare nel “particolare sistema tedesco di gestione e tutela dei rapporti finanziari tra il governo federale (*Bund*) e quelli delle regioni (*Länder*), e di redistribuzione delle risorse all'interno di questi ultimi, il cosiddetto *Finanzausgleich* statale. Il principio perequativo che informa il *Finanzausgleich* consente al *Bund* di indirizzare flussi ingenti di risorse dai *Länder* più ricchi a quelli più poveri.”. La parte fra parentesi è tratta da J. C. Martinez Oliva, Riunificazione intertedesca e politiche per la convergenza, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 51, luglio 2009.

<sup>5</sup> Sulla dinamica stato/mercato nella prassi del governo della RFT e della Germania dopo l'unificazione, vedi: Canale R.R., Stato e mercato nell'alternativa tedesca al liberismo anglosassone, in “*Rivista di Storia finanziaria*”, Napoli – Arte Tipografica, luglio-dicembre 2004. Molto critico sull'applicazione in Italia di quella particolare forma di politica economica conosciuta con il nome di ESdM (Economia Sociale di Mercato) è M. Boldrin “Ma l'Economia Sociale di Mercato, cos'è?”, in [www.micheleboldrin.com](http://www.micheleboldrin.com)

Sul ruolo da attribuire alla politica monetaria, poiché nella Germania federale prima e nella Germania unificata dopo ha prevalso una concezione della politica economica classica e neoclassica con i temperamenti di cui sopra, alla politica monetaria è stata attribuita una posizione di preminenza, con l'obiettivo principale della salvaguardia del valore della moneta e della stabilità dei prezzi, che ha legato a sé tutta la politica economica che, nella sua interezza, è da essa dipendente<sup>6</sup>.

## **2. Assetto istituzionale della politica economica tedesca**

La fondamentale importanza che ha rivestito la politica monetaria tedesca dal dopoguerra e fino all'avvento della BCE e dell'Euro, sia per il basilare ruolo d'indirizzo che le decisioni delle autorità monetarie tedesche hanno assunto sui mercati internazionali ed europei in particolare, sia per il fondamentale ruolo che essa ha assunto per la definizione della politica monetaria dell'Unione Monetaria Europea impone una sommaria descrizione del suo assetto istituzionale, nelle sue tre componenti: a) normativa (complesso delle norme costituzionali, ordinarie, amministrative o di altro genere di emanazione della Federazione, dei singoli Länder o di ulteriori enti amministrativi), b) organizzativa (struttura e poteri delle autorità governative ed o amministrative che partecipano alle decisioni in materia) ed operativa (principi, consuetudini, prassi amministrative, che in concreto regolano i processi decisionali e le operazioni di politica finanziaria), che fino all'istituzione della BCE ha retto la politica economica, monetaria e finanziaria della Germania.

---

<sup>6</sup> L'art. 3 della legge sulla Bundesbank recita: "La banca centrale nell'esercizio della politica monetaria volta a conseguire l'obiettivo per essa prioritario della salvaguardia del valore della moneta è indipendente dalle istruzioni del governo federale".

Gli artt. 73 e 88 della costituzione tedesca costituiscono la fonte primaria dell'ordinamento monetario tedesco, mentre la c.d. "Bundesbankgesetz" regola la banca centrale tedesca e il sistema bancario<sup>7</sup>.

L'ordinamento economico della Repubblica Federale Tedesca e in seguito della Germania unita ha affidato alla politica economica un insieme di obiettivi quali, lo sviluppo economico da raggiungere salvaguardando la piena occupazione, l'equilibrio dei conti con il resto del mondo e, obiettivo primario, la stabilità monetaria intesa come mantenimento del potere di acquisto della moneta (aumento dei prezzi possibilmente non superiore alla c.d. "inflazione tollerata"). Le azioni e gli strumenti adoperati per la salvaguardia dell'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, sono consequenziali e correlate alla ostinata convinzione della Bundesbank, che reputa, quantomeno nel breve periodo, che le variazioni generalizzate dei prezzi sono determinate direttamente e immediatamente da una variazione della massa monetaria<sup>8</sup>.

Tale principio, quasi assoluto, ha contraddistinto la politica monetaria tedesca dalla fine della seconda guerra mondiale, condizionando tutta la politica economica e sfociando, a volte, in conflitti tra la Banca centrale e il governo federale, che ha visto quasi sempre soccombere quest'ultimo<sup>9</sup>. Infatti, l'Istituto centrale tedesco, pur essendo tenuto a raccordarsi con la politica economica del governo e non mancando di tenere comportamenti cooperativi con le politiche del governo, in caso di disaccordo, ha di solito finito per

---

<sup>7</sup> E' abbastanza comune l'opinione - per la diffusa insofferenza che si avverte nella società tedesca per l'inflazione - che la garanzia dell'autonomia della banca centrale tedesca, quantunque prevista da una legge ordinaria abbia rilievo costituzionale. Cfr. pure la citazione di F. Praussello, L'irresistibile marcia della Bundesbank, *Politica ed Economia*, Vol. 22, n. 5 (mag. 1991), pag. 21.

<sup>8</sup> Nel lungo periodo, dati certi assunti (iniziale stabilità dei prezzi, incompleto utilizzo delle risorse), aumenti della domanda di moneta possono essere determinati da aumenti della produzione.

<sup>9</sup> Invero, mentre le decisioni tecniche e d'importanza relativa concernente la politica monetaria sono prese dalla Bundesbank, le decisioni politicamente importanti e fondamentali sono d'appannaggio del Governo, anche in caso di dissenso della Bundesbank, come nei casi della nascita dello Sme, dell'unificazione monetaria tra gli ex stati tedeschi, dell'inizio della seconda fase dell'UEM.



prevalere, costringendo addirittura qualche volta, come all'inizio degli anni ottanta durante il secondo shock petrolifero, alle dimissioni il cancelliere.

### **3. Breve raffronto tra l'ordinamento monetario tedesco e quello italiano**

Anche se con regole, intensità e modalità non del tutto identiche a quelle della Germania, anche l'ordinamento economico italiano, quale rappresentato nella nostra carta costituzionale, presenta i lineamenti propri di un'economia di mercato, con forti accenti di protezione nei confronti delle categorie socialmente più deboli.

I due istituti fondamentali per l'esistenza di un'economia di mercato, proprietà privata e libera iniziativa economica degli individui, sono riconosciuti dalla nostra costituzione, rispettivamente dagli artt. 42 e 41, mentre l'art. 43 prevede limitazioni del diritto di proprietà per finalità sociali e il potere pubblico di esproprio, sempre per finalità sociali.

Peraltro, la costituzione italiana riconosce negli stessi artt. 42 e 41 la proprietà pubblica con connessa iniziativa economica pubblica e, in particolare - data la preponderante presenza nell'assemblea costituente di forze di ispirazione socialista (riformista o marxista) e cattolica, molto sensibili ai temi dell'intervento dello stato nell'economia - la programmazione economica pubblica.

Tale commistione ha indotto qualche studioso a individuare la presenza simultanea nell'ordinamento costituzionale italiano di due ordinamenti economici alternativi: uno ispirato ai principi dell'economia di mercato e l'altro imperniato sulle decisioni pubbliche, con preponderanza dell'uno o dell'altro sistema a seconda della prevalenza delle forze di governo (di indirizzo liberale o di orientamento socialista e dirigista).

Sulla politica monetaria, in Italia nessuna disposizione di rango costituzionale o di normativa primaria prevede un impegno dello Stato ad assicurare la stabilità del metro monetario e dei prezzi,

#### **4. Gli strumenti della politica monetaria della Repubblica federale di Germania**

La gestione della politica monetaria nella Repubblica Federale tedesca nel corso degli anni ottanta e novanta del secolo scorso era di competenza della Bundesbank tramite strumenti vari quanto agli obiettivi, agli operatori interessati e alla durata<sup>10</sup>.

Gli interventi dell'autorità monetaria, simili a quelli in uso in Italia nello stesso periodo<sup>11</sup>, aventi il fine primario di garantire la stabilità della moneta, compito assegnato direttamente dalla legge istitutiva della Deutsche Bundesbank, che, non ha rilievo costituzionale né rango costituzionale, perseguono un obiettivo intermedio di politica monetaria che, dal 1988, coincide con un prestabilito target di crescita dell'aggregato M3<sup>12</sup> (circolante, depositi a vista e a termine inferiori a 4 anni, depositi a risparmio mobilizzabili

---

<sup>10</sup> Sulla materia dell'organizzazione del mercato monetario tedesco e degli strumenti utilizzati dalla Bundesbank per la conduzione della politica monetaria, cfr. l'utilissimo lavoro di M. Mamma e A. Scalia, Organizzazione del mercato monetario tedesco e azione della Bundesbank, *Bancaria* vol. 51, n. 3 (mar.1995), pp 82-89. Sull'opinione, di portata generale e non riferibile alla sola Germania, che la variabilità media dei tassi del mercato monetario non è influenzata dal metodo di asta stabilito dalle banche centrali per le operazioni di mercato, confermata dai dati giornalieri dell'overnight tedesco e dei tassi a tre mesi, dal 1989 al 1998, quando la Bundesbank alternava aste a tasso fisso (FRTs) e aste a tasso variabile (VRTs), che mostrano come la variabilità media dei tassi del mercato monetario è sostanzialmente la stessa sotto le due procedure di gara, cfr. M. Manna, Using money market rates to assess the alternatives of fixed vs. variable rate tenders: the lesson from 1989-1998 data for Germany, European Central Bank, working paper no. 186, october 2002.

<sup>11</sup> In Germania non erano previsti i controlli diretti sul credito (il massimale sui prestiti bancari e il vincolo di portafoglio).

<sup>12</sup> La Deutsche Bundesbank, in un primo tempo dal 1974 al 1988, aveva scelto come obiettivo intermedio la base monetaria. La regolazione del processo di creazione della base monetaria tramite le operazioni di mercato aperto, le operazioni temporanee in valuta, le operazioni di rifinanziamento e la manovra del coefficiente della riserva obbligatoria, era il principale obiettivo perseguito nello stesso periodo dalla politica monetaria della Banca d'Italia.

previo preavviso, detenuti da operatori residenti non bancari presso banche situate in Germania, denominati in marchi e in valuta).<sup>13</sup>

#### **4.a La riserva obbligatoria**

Istituto fondamentale della politica monetaria delle DB era la regolamentazione della riserva obbligatoria. Dal 1984 tutte le istituzioni creditizie, comprese quelle la cui attività era concentrata nel settore a medio e a lungo termine, erano soggette alla riserva obbligatoria. Per calcolare l'ammontare da versare si applicavano coefficienti medi di riserva agli aggregati della raccolta soggetta a riserva, deducendo dal totale una quota della cassa contante. Il rispetto dell'obbligo della riserva obbligatoria, che non aveva un limite di mobilitazione e non era remunerata,<sup>14</sup> era richiesto nella media giornaliera del periodo di mantenimento<sup>15</sup>.

Singolare la parziale sovrapposizione tra il periodo di calcolo (dal 16 del mese soggetto a riserva al 15 del mese successivo) e quello di mantenimento (dal primo all'ultimo giorno del mese successivo); per compensare le forti fluttuazioni nella liquidità delle banche dovute a tale fenomeno era prevista la sopra citata deduzione del 25% delle giacenze medie di cassa contante. In caso di non capienza del conto tra il 16 e la fine del mese successivo, la Bundesbank era vincolata ad offrire un volume adeguato di liquidità, remunerata di norma con un tasso pari di norma a 3 punti sopra il lombard per permettere l'assolvimento

---

<sup>13</sup> Fino al 1987, l'aggregato di riferimento era individuato nella moneta della Banca centrale (MBC) o base monetaria, composta dal circolante e le passività delle banche nei confronti dei residenti calcolati con i coefficienti di riserva obbligatoria in vigore nel 1974. La regolazione del processo di creazione della base monetaria tramite le operazioni di mercato aperto, le operazioni temporanee in valuta, le operazioni di rifinanziamento e la manovra del coefficiente della riserva obbligatoria, era il principale obiettivo perseguito nello stesso periodo dalla politica monetaria della Banca d'Italia.

<sup>14</sup> L'assenza di una remunerazione della ROB, che costituiva un costo aggiuntivo rispetto alle banche di altri paesi come l'Italia, comportava che le riserve in eccesso tendevano al minimo.

<sup>15</sup> Peraltro la banca centrale tollerava di solito che la media fosse calcolata solo su quattro giorni di riferimento: il 23 e l'ultimo giorno del mese "t-1", il 7 e il 15 del mese "t".

dell'obbligo da parte del sistema bancario; tale condizione consentiva alla Banca Centrale di influire sul livello dei tassi a breve.

Tale conformazione della riserva obbligatoria contribuiva a mantenere basse, rispetto all'Italia, lo stock di riserve bancarie (working balances) nel passivo del bilancio della Bundesbank; condizione - che assicurava una stabile domanda di Mbc - compensata, ad ogni modo dall'ammontare delle banconote in marchi in circolazione, di gran lunga superiore in valore a quelle italiane, a motivo dell'uso del marco tedesco come moneta di riserva e adoperabile negli scambi anche fuori dalla RFT.

#### **4b. Le operazioni di rifinanziamento. Il risconto**

Gli strumenti di rifinanziamento del sistema bancario tedesco federale da parte della Banca centrale erano il risconto, l'anticipazione lombard, le operazioni p/t in titoli e le cosiddette operazioni di fine-tuning (i p/t e gli swap in valuta, le vendite in titoli a brevissimo termine e i "quick tender in liquidità").

Fino all'avvento dell'euro le operazioni di risconto rivestivano ancora una certa importanza in Germania, spiegata con il forte legame di tale operazione con l'economia reale perché, gli effetti da scontare (polizze commerciali, aventi i requisiti delle tre firme di garanti di elevato merito creditizio e della vita residua non superiore ai tre mesi), erano per lo più nei confronti del settore privato

Il risconto degli effetti era assegnato pro-quota alle singole banche in conformità a vari parametri (ammontare dei mezzi propri, partecipazioni al capitale di altre banche ammesse al risconto, percentuale degli impieghi a breve sui crediti totali, volume degli

effetti riscontabili) e costituiva il costo, applicato in modo uniforme indipendentemente dall'effettivo ricorso, più basso del rifinanziamento.

Da notare che, secondo la banca centrale, l'aumento delle quote di assegnazione, non sempre rappresentava un segnale espansivo della politica economica, perché poteva pure riflettere la determinazione di compensare la distruzione di base monetaria da parte di altri canali, tipico per la Germania quello estero.

#### **4.c Le anticipazioni lombard**

L'anticipazione lombard, nella prassi della Banca Centrale della Repubblica federale, costituiva un segnale rilevante di politica monetaria, perché non era usuale che il tasso di tale operazione fosse superato da altri tassi del mercato monetario, come invece poteva succedere in Italia per le anticipazioni a scadenza fissa o variabile.

L'anticipazione era concessa fino al controvalore del prezzo di mercato dei titoli a garanzia, per un periodo di non oltre tre mesi, contro cessione di titoli stanziabili, i quali dovevano essere al portatore, denominati in marchi, emessi da soggetti affidabili e trattati su un mercato tedesco regolamentato. L'operazione non era soggetta a pratiche di razionamento; tale effetto era da attribuire in via di fatto al significato segnaletico che il tasso sulla stessa possedeva di tasso *pivot*.

#### **4d. Le operazioni di mercato aperto.**

Altro tipo di operazioni destinate al controllo del livello delle riserve bancarie e ad assicurare il regolare funzionamento del mercato monetario, esclusa qualsiasi finalità di finanziamento a favore di determinati emittenti, erano le c.d. "operazioni di mercato

aperto”.<sup>16</sup> Con esse la banca centrale controllava i tassi d’interesse di mercato monetario, determinava le condizioni di liquidità, segnalava l’orientamento della politica monetaria.

La Bundesbank classificava le proprie operazioni di mercato aperto in: a) misure di aggiustamento di lungo periodo e b) misure di fine-tuning – miranti ad adeguare la liquidità bancaria rispetto a variazioni molto concentrate o non previste della base monetaria, di durata non superiore ai due mesi e, in generale, quando tensioni nella liquidità e nei tassi necessitano di tali strumenti - quali i quick tender, gli swaps in valuta e le vendite di titoli a brevissimo termine finalizzate.

Le operazioni di p/t in titoli – principale mezzo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria (tali operazioni rappresentavano oltre il 70% del rifinanziamento complessivo delle banche presso la Bundesbank) – modificando il costo e la detenzione delle riserve bancarie, fissavano per le banche le condizioni di acquisizione sul mercato interbancario della liquidità di cui avevano bisogno e, di conseguenza, anche il tasso overnight, avevano fisionomia particolare in quanto non rientravano tra le misure di aggiustamento né erano volte a fronteggiare esigenze impreviste e di breve durata della liquidità bancaria. Il loro scopo era quello del controllo indiretto della massa monetaria via mercato monetario, essendo i p/t quasi sempre di finanziamento, poiché la politica monetaria tedesca era configurata in maniera tale che le banche erano sempre strutturalmente dei richiedenti liquidità monetaria. Dalla metà degli anni ottanta del secolo scorso avevano assunto la funzione di strumento ordinario di rifinanziamento del sistema, con volumi sempre crescenti. Nei p/t a tasso fisso, usati per segnalare un particolare orientamento della

---

<sup>16</sup> In Italia erano definite operazioni di mercato aperto, gli interventi effettuati dalla Banca d’Italia di acquisto o di vendita di titoli di stato, sia in via definitiva sia temporanea, rivolti alle banche o ad operatori finanziari specializzati nella compravendita di titoli. Scopo di tali operazioni era di mantenere condizioni ordinate sui mercati o di correggere eventuali scostamenti permanenti o temporanei della base monetaria dal prefissato sentiero di crescita.

politica monetaria o per contrastare la tendenza del mercato, le banche indicavano l'importo richiesto, con riparto, in caso di eccedenza delle richieste, sull'importo assegnato. Nei p/t a tasso variabile le banche indicavano sia l'importo sia il tasso offerto, con assegnazione col metodo competitivo fino all'importo determinato ex post; eventuali deviazioni dei tassi dagli obiettivi erano governati tramite la variazione in corso d'asta delle quantità da assegnare, con modifiche nella liquidità e nei tassi nel verso desiderato.

Ambedue le forme di p/t presentano tassi di aggiudicazioni all'interno del corridoio avente nella parte superiore il tasso lombard e nella parte inferiore il tasso ufficiale di sconto<sup>17</sup>.

Al fine di togliere liquidità dal mercato e per fronteggiare un'eventuale discesa dei tassi a breve erano emessi anche titoli a brevissimo termine (solitamente a tre giorni) i c.d. *liquidity papers*.

Anche le operazioni in valuta nella forma *devisenpensionsgeschaefte*, per certi versi assimilabili ai p/t in valuta, servivano a ritirare la liquidità dal mercato per sostenere l'overnight e rappresentavano una sorta di riserva con il compito di bilanciare eventuali oscillazioni indesiderate nei conti delle banche presso l'istituto di emissione

Invece, i *quick tender*, misura di fine-tuning di connotato espansivo erano operazioni p/t di finanziamento in titoli con scadenza da 1 a 7 giorni, condotte occasionalmente e proposte ad un numero ristretto di banche, mentre le vendite di titoli di liquidità a brevissimo termine erano effettuate per drenare liquidità, così come i pronti contro termine in valuta nella forma di acquisto a pronti di dollari contro marchi con

---

<sup>17</sup> Dorrucchi, La conduzione della politica monetaria in Germania. Note informative e Spunti di riflessione, Rivista di politica economica, Vol. 86, n. 4 (apr. 1996), pag. 88, affianca il tasso dei *liquidity papers* - titoli a brevissimo termine la cui emissione costituiva una delle misure di fine-tuning - che la D.B. adottava in caso di notevoli fluttuazione della liquidità, al fine di evitare che il tasso overnight e gli altri tassi di mercato registrassero forti oscillazioni tra un'asta e l'altra - a quello di sconto nella funzione di floor per i tassi di interesse.

rivendita a termine, operazione opposta ai Devisenpensionsgeschaefte, di durata fino a una settimana (di solito uno o due giorni).

In ogni caso il peso delle operazioni di fine-tuning hanno rappresentato una frazione limitata delle operazioni bancarie della Bundesbank destinate a preservare il regolare funzionamento del mercato monetario.

Da rilevare, per contrasto con quanto accadeva in quel tempo in Italia (prima del c.d. “divorzio”), che le operazioni in titoli oltre il breve termine erano ammesse ai soli fini di regolare la liquidità delle banche, escluso ogni intento di finanziare il fabbisogno di credito dell’amministrazione pubblica e, soprattutto, l’acquisto di titoli a reddito fisso direttamente in emissione; l’acquisto o la vendita di tali titoli erano ammesse ai soli fini di stabilizzazione delle quotazioni dei titoli.

#### **4e. Strumenti di mercato cessati nel 1994**

Ai fini di correlare l’economia monetaria a quella reale erano previsti obblighi di deposito presso la D.B. delle disponibilità di cassa per le amministrazioni pubbliche, alle quali la banca centrale poteva imporre altresì direttive in materia di indebitamento ai fini di gestione di breve periodo del mercato monetario.

Connessa al fenomeno di cui sopra era la politica dei depositi (einlangenpolitik) - strumento efficace, adattabile e attivabile anche più volte al giorno - consistente nella potestà della banca centrale di trasferire *day-to-day* le disponibilità di cui sopra dal suo bilancio a quelle delle banche commerciali. Tale operazione era fonte di remunerazione



indiretta delle disponibilità della Confederazione essendo retribuita ad un tasso prossimo all'overnight che le banche corrispondevano alla Confederazione.<sup>18</sup>

Anche se hanno avuto vita breve (marzo 1993/ottobre 1994), la vicenda dei “Buoni di liquidità” (Bulis) - sui quali la Bundesbank gestiva il servizio finanziario, emessi dal governo sulle scadenze a 3, 6 e 12 mesi e poi solo a 6 mesi, per la gestione della liquidità (assorbire la liquidità che, a seguito della riduzione delle aliquote della ROB, si sarebbe riversata sul mercato e ampliare la politica di mercato aperto da parte delle Autorità monetarie) - è importante per la conoscenza del modo di agire della Banca centrale tedesca, considerato che la sospensione delle emissioni di tali buoni fu collegata alla diffusione dei Bulis nei portafogli degli investitori istituzionali e delle banche centrali straniere in contrasto con la volontà della Bundesbank: a) di attribuire a tali titoli la natura di strumenti di assorbimento della liquidità e non di investimento in marchi da parte di operatori non domestici, b) di non fornire ai fondi comuni di investimento monetari tedeschi – alla cui istituzione in Germania la D.B. si era opposta - la possibilità di investire in Bulis.

Probabilmente, l'opposizione all'emissione di Bulis di cui al punto a) conseguiva alla circostanza che dalla base monetaria si origina l'attività finanziaria, poi soggetta al moltiplicatore bancario, secondo la formula  $[M \text{ (aggregati monetari)} = m \text{ (moltiplicatore bancario)} \times B \text{ (base monetaria)}]$ ; poiché uno dei canali di variazione della base monetaria è quello estero (transazioni con l'estero degli operatori bancari e non bancari) certamente non controllabile da parte della Bundesbank, l'esigenza di evitare che gli interventi di politica monetaria fossero vanificati da operazioni valutarie delle banche, richiedevano da parte della banca centrale una politica adeguata del tasso di interesse e opportuni interventi di

---

<sup>18</sup> Il conto corrente di tesoreria, invece, diversamente dall'omologo conto in essere presso la Banca d'Italia, non era remunerato.

sterilizzazione delle richieste di liquidità proveniente dall'estero, quali appunto quelle per l'acquisto di titoli.

#### **4.f. Cambiamenti nella politica monetaria tedesca a seguito del trattato di Maastricht: il recepimento dell'articolo 104 del trattato.**

Dopo la fine della seconda guerra mondiale, poiché erano ancora vive le negative esperienze del primo dopoguerra e del finanziamento monetario, in pratica senza regole, delle spese di guerra del secondo conflitto mondiale, la Germania ha sempre monitorato e fortemente contenuto lo scoperto del conto corrente di tesoreria. Le relative norme restrittive stabilivano: a) un tetto legale per lo scoperto, peraltro in cifra assoluta e suddiviso fra vari soggetti pubblici; b) il carattere transitorio degli scoperti per colmare momentanei bisogni di cassa; c) il carattere non automatico dell'accesso allo scoperto; d) la remunerazione dei crediti accordati al tasso Lombard.

Dopo l'entrata in vigore del trattato di Maastricht, ogni forma di scoperto sul conto corrente di tesoreria è stata vietata agli enti pubblici, per cui tali organismi sono stati esonerati dal detenere i propri fondi presso la banca centrale.<sup>19</sup>

Peraltro, disattivato tale strumento, la politica monetaria si è giovata della diminuzione delle fluttuazioni della base monetaria e della diminuzione delle operazioni di fine-tuning, nonché della riduzione del bisogno delle banche di rifinanziarsi presso la banca

---

<sup>19</sup> Per quanto concerne la finanza pubblica, conformemente a quanto previsto dalla legge sulla stabilità, l'equilibrio della finanza pubblica non appare una finalità fine a se stessa, ma funzionale all'obiettivo della stabilità monetaria; tuttavia, considerato che la finanza pubblica deve farsi carico di ulteriori compiti, anche se incompatibili con la stabilità monetaria, è possibile l'insorgenza di situazioni di conflitto tra politica finanziaria e politica monetaria.

centrale, con conseguente ampliamento della concorrenza nell'offerta alle banche dei relativi servizi finanziari.

Altre norme vietarono alla banca centrale di acquistare direttamente in asta i titoli pubblici, obbligarono il governo a predisporre un piano di ammortamento per estinguere alcuni debiti nei confronti della banca centrale ed elevarono per la Germania fino 1996 dal 10% al 15% della circolazione complessiva il limite di emissione delle monete metalliche.

## **5. Il mercato monetario**

Lo sviluppo di un mercato monetario ben strutturato e sviluppato è stato ostacolato dalle stesse autorità monetarie, notoriamente conservatrici, che hanno manifestato nei suoi confronti un atteggiamento freddo avversando in particolare i nuovi prodotti e altri intermediari specializzati; atteggiamento non esente da critiche, ma spiegabile con la nota connotazione strutturale del sistema finanziario tedesco dell'epoca.

A tal proposito appaiono emblematiche, sia la vicenda sopra indicata dell'emissione dei c.d. Bulis, sulla cui messa in circolazione la Bundesbank non ha nascosto al governo la sua contrarietà, sia la poca disponibilità della Banca centrale ad emettere titoli pubblici a breve scadenza - posti in circolazione per lo più per risolvere problemi di elasticità di cassa - nonché ad espandere il mercato monetario.

Altrettanto forte l'avversione della banca centrale nei confronti degli intermediari specializzati del mercato monetario, come i c.d. Geldmarktfonds (fondi del mercato monetario) alla cui introduzione la D.B. si oppose, adducendo un supposto pregiudizio alla riserva obbligatoria per il fatto che tali intermediari avrebbero potuto fare concorrenza ai depositi soggetti alla ROB. In realtà tale ostilità originò dalla circostanza che lo sviluppo di

tali intermediari poteva fare da volano all'espansione di titoli del mercato monetario a breve termine.

Come in Italia e nei maggiori paesi dell'Europa occidentale, nel periodo in esame il mercato monetario tedesco trova la sua massima espressione e il suo sviluppo nel mercato interbancario, largamente deregolamentato, dove sono scambiati i depositi detenuti dalle banche presso la Banca centrale, coincidendo sostanzialmente con esso.

Le scadenze trattate nell'interbancario variano da 1 giorno fino a 12 mesi; naturalmente la scadenza più importante e con maggiore valore segnaletico è l'overnight, il cui valore si colloca perlopiù all'interno del corridoio che ha al lato inferiore il tasso di risconto e al lato superiore il tasso lombard, tendendo a seguire il tasso delle operazioni p/t in titoli e con oscillazioni al di fuori di tale corridoio molto rare, che la Bundesbank contrasta proprio tramite la manovra dei tassi p/t.

Le variazioni di tale tasso si riflettono sull'intero assetto dei tassi d'interesse, interessando in tal modo variamente i mercati dei depositi, del credito e dei capitali, nonché la domanda e lo sviluppo dell'obiettivo intermedio M3.<sup>20</sup>

Differenze rilevanti tra i tassi del mercato monetario avvengono in coincidenza di variazioni stagionali della liquidità e di movimenti dei mercati non in linea con gli obiettivi della Banca centrale. Nell'estate 1993, in contemporanea della tendenza dell'overnight di situarsi al di sotto del tasso di risconto, la Bundesbank fissava per le operazioni p/t tassi superiori a quelli di mercato, mentre che nel primo semestre del 1994 la variabilità dell'overnight in Francia, Germania ed Italia risultava simile (la deviazione standard per i tre paesi era circa lo 0,4%). Le maggiori fluttuazioni di tale tasso si sono accertate perlopiù in concomitanza con la fine del periodo di mantenimento della ROB e con

---

<sup>20</sup> Cfr. Dorrucchi E., op. cit., pagg. 85-86

stagionalità in funzione dell'andamento del fabbisogno del Tesoro; situazione venuta meno dal gennaio 1994 a seguito della cessazione dell'obbligo per il governo federale di depositare i propri fondi presso la Bundesbank.

Per quanto riguarda il c.d. euromarco, la banca centrale tedesca, contraria al potenziamento dello stesso, non potendone fermare lo sviluppo per le sollecitazioni esercitate dai mercati internazionali, cercò di rapportare all'interno il mercato delle emissioni obbligazionarie in marchi, tramite un comunicato, non avente valore vincolante che prevedeva che le emissioni di titoli denominati in marchi tedeschi dovessero: a) avere come banca capofila un istituto bancario tedesco; b) avere durata superiore ai due anni; c) sottostare al preventivo giudizio della Bundesbank in caso di presenza nei titoli di caratteristiche innovative.

Essendo chiaramente tali disposizioni contrarie ai principi della libertà di circolazione dei capitali e di prestazione dei servizi finanziari valevoli all'interno della UEM, alla conseguente procedura d'infrazione aperta contro la Germania dall'esecutivo comunitario, quest'ultima ha risposto in maniera sorprendente adducendo motivazioni di politica monetaria interna, che per la banca centrale tedesca per tutta la durata della seconda fase dell'UEM (1.1.1994/1.1.1999) hanno prevalso rispetto agli obiettivi della piena unione monetaria dell'UE.

## **6. La politica monetaria della Germania ovest fino al 1980.**

L'autonomia della Bundesbank è diventato un caso paradigmatico di forte libertà d'azione di una banca centrale nei confronti del governo e delle forze politiche nazionali.

L'autonomia istituzionale e funzionale della banca centrale tedesca - ritenuta una condizione essenziale per l'ottimale svolgimento delle sue funzioni e la salvaguardia del sistema economico finanziario - si fonda sulla competenza esclusiva assegnata all'istituto di emissione dal paragrafo 3 della legge istitutiva, che disciplina la circolazione monetaria e l'approvvigionamento del credito, sulla reputazione di custode inflessibile della stabilità monetaria che gode a livello interno e internazionale, nonché sulla normativa regolante i rapporti tra gli attori della politica monetaria. Pur nel doveroso sostegno all'attività di politica economica del governo, la Bundesbank deve dare in ogni caso la precedenza alla tutela della stabilità monetaria.

Con l'avvento del nazismo, la Bundesbank che prima godeva dello statuto di banca centrale legalmente indipendente, sottostò disciplinatamente alle direttive del governo tedesco, anche se pure in tale periodo non mancarono gesti di limitata autonomia.<sup>21</sup>

Dopo la fine della guerra, alla banca centrale (Bank Deutscher Lander) fu assicurato non solo a livello formale, ma anche nell'azione concreta piena autonomia nelle scelte di politica monetaria, senza che tale autonomia fosse messa seriamente, salvo in momenti particolari che vedremo più oltre, in discussione dalle istituzioni tedesche, anche per la sostanziale concordia tra governo e banca centrale sugli obiettivi e sui metodi di intervento di quest'ultima.

Per tutti gli anni sessanta la piena autonomia della Bundesbank venne ridotta “a causa di vincoli economici legati alle caratteristiche congiunturali e agli indirizzi generali della politica economica tedesca”<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Si tratta del famoso Memorandum confidenziale del 1939 con il quale il direttorio della Reichsbank (composto dal Presidente Hjalmar Schacht e dai due membri Wilhelm Vocke e Karl Blessing) protestava contro la politica fiscale del governo che finanziava la preparazione del secondo conflitto mondiale semplicemente stampando moneta, citato da F. Barbieri, Padroni di Germania, Milano Rizzoli, 1990, pag. 119 e da Holtfrerich C.L., Autorità monetarie e istituzioni di governo, in L'autonomia delle banche centrali, pag.117.

Infatti, nella prima parte degli anni sessanta la manovra della Banca centrale fu ostacolata dal carattere “prociclico” della politica fiscale, con il conseguente onere per la Bundesbank di farsi carico della stabilità al fine di compensare gli effetti destabilizzanti sul bilancio pubblico di tale politica governativa. Successivamente, la politica monetaria dell’Istituto di emissione tedesco fu ostacolata dalla c.d. “inflazione importata” per l’accentuata politica “mercantilista” tedesca con i conseguenti crescenti surplus della bilancia dei pagamenti, accentuati dagli effetti diretti sul livello dei prezzi interni per la riluttanza governativa alla rivalutazione del marco.

Negli anni settanta la politica monetaria della Bundesbank si sviluppò, salvo qualche raro contrasto, in direzione di una stretta concordia con la politica fiscale governativa, che, tra l’altro, fu disponibile ad aggiustare al bisogno la sua politica di bilancio. Ciò anche per i vincoli legislativi, che obbligano il governo a indirizzare la sua azione verso il raggiungimento di obiettivi macroeconomici socialmente desiderabili, per cui la Banca centrale deve sostenere la linea generale di politica economica solo se è rivolta a tali obiettivi finali e, in particolare, ad assicurare la stabilità monetaria. Con ciò è confermata la tradizionale visione di una banca centrale tedesca fortemente orientata verso la stabilità dei prezzi, obiettivo ritenuto prioritario rispetto a quello della stabilizzazione del ciclo.<sup>23</sup>

---

22

□ Rolf Caesar, L’evoluzione del grado di autonomia dalla Deutsche Reichsbank alla Deutsche Bundesbank, in L’autonomia delle banche centrali, pag. 145.

<sup>23</sup> Pur nella sostanziale aderenza a tale concezione dell’agire della Bundesbank, G. Fraenkel, Basi teoriche ed impostazioni pratiche della politica monetaria della Deutsche Bundesbank dopo la riunificazione tedesca del 1990, in Rivista di Politica Economica, Vol. 86, n. 7-8 (luglio-agosto 1996), pag. 53, nell’ambito della strategia della D.B. - mirante all’aumento della massa monetaria parallela alla crescita di lungo periodo del potenziale produttivo - parla di tale comportamento inserito, “in una visione anche attiva del suo intervento, in quanto tale suo agire è anche destinato ad attutire le fluttuazioni che si avvertono nella parte reale del sistema economico”. Sulla volontà della Bundesbank di attivare una politica monetaria di stampo keynesiano appare utile riportare l’articolo di Paul Krugman apparso sul “Sole 24 Ore” del 14 agosto 2010, il quale nell’ambito della diatriba sull’utilità di introdurre o meno gli stimoli di bilancio, prendendo spunto dall’affermazione del professor Tyler Cowen che “sicuramente gli stimoli di bilancio adottati in Germania in tempi non lontani non sono un esempio del tutto positivo”, analizza la situazione della Germania post-unificazione. Krugman afferma che l’intervento tedesco post unificazione “non ha nulla a

Come casi di parziale divergenza di opinione tra la Bundesbank e l'autorità politica di un certo rilievo vengono ricordati quelli sulle implicazioni della partecipazione tedesca al serpente monetario<sup>24</sup> o sulla politica monetaria della Banca nel 1981, che determinò l'aspro conflitto tra la Bundesbank e il Cancelliere Schmidt, appoggiato dal primo Ministro francese Giscard d'Estaing, che, come detto, provocò le dimissioni del cancelliere.

Con l'implicita abolizione del sistema di Bretton Woods nel 1973, gli spazi di manovra aumentano per la Bundesbank, anche se i vincoli esterni non scompaiono del tutto a seguito della partecipazione della Germania ovest al serpente monetario e, successivamente, allo SME. Sulle preferenze della Bundesbank in quel tempo sul regime dei cambi (cambi fissi, libera fluttuazione dei cambi) le interpretazioni non sono concordi.

Nel 1974 la Bundesbank, la prima fra le banche centrali e probabilmente l'unica che ha applicato compiutamente la c.d. strategia di "*monetary target*", nell'ambizione di

---

che fare con gli stimoli di bilancio" trattandosi invece di politiche mirate al potenziamento dell'offerta non della domanda, perché scopo del governo tedesco non era quello di rilanciare una domanda interna languente, ma di ricostruire le infrastrutture della ex DDR per fare crescere la produttività. In merito all'insuccesso di tale politica legato alla situazione concreta nella quale in quel periodo si trovava la Germania unita, Krugman sostiene che "la decisione del governo tedesco di intraprendere una politica di spesa in disavanzo e contemporaneamente alzare i tassi è generalmente considerata come la causa della crisi del cambio del 1992-1993 in Europa, quando altri paesi europei con la valuta ancorata al marco tedesco non furono in grado di applicare le loro misure correttive".

<sup>24</sup> Il primo tentativo di creazione di un'area valutaria a livello comunitario, dopo il crollo del sistema di Bretton Woods e l'insuccesso dell'accordo smithsoniano fu l'istituzione del c.d. "serpente valutario" a cui parteciparono i 6 membri CEE (Belgio, Olanda, Francia, Germania ovest, Italia, Lussemburgo) cui si unirono Regno Unito, Irlanda, Svezia, Norvegia e Danimarca. Tale sistema di cambi entrato in vigore nell'aprile del 1972, prevedeva margini bilaterali di fluttuazione del 2,25%, in corrispondenza dei quali scattava l'obbligo di intervento, con il limite della variazione congiunta delle valute del "serpente" rispetto alla valuta USA (tunnel) Il "serpente", sia per le sue debolezze strutturali, sia a causa della difficile congiuntura internazionale dei primi anni settanta (solo economie molto integrate con quelle tedesca si adeguarono alle decisioni di politica monetaria della Bundesbank), fu gradualmente abbandonato dai principali paesi CEE (prima dalla sterlina e dalla lira irlandese nel 1972, poi dalla lira italiana nel 1973 e, infine, nel 1974 dal franco francese), cessando definitivamente di funzionare nel 1976. Peraltro, a seguito della svalutazione del dollaro nel 1973, il "tunnel" era stato già eliminato dal sistema europeo, nel mentre, per la politica monetaria piuttosto restrittiva seguita dalla Repubblica Federale Tedesca che agevolava la rivalutazione del marco nei confronti degli altri paesi aderenti, iniziava il rialzo del marco tedesco. La forza del marco rendeva il sistema creato dal "serpente" asimmetricamente spostato verso la moneta tedesca, che diveniva la valuta cardine del sistema e si creavano le condizioni nella Germania ovest per la dipendenza della politica economica dalle decisioni di politica monetaria. Sul punto cfr. La politica monetaria nell'unione europea, a cura di G. Vitali, Consiglio Nazionale delle Ricerche - CERIS, Istituto di ricerca sull'impresa e lo sviluppo.



conservare la propria reputazione di guardiano della stabilità monetaria, dare maggiore credibilità alla sua azione di politica monetaria, con l'eliminazione dei residui dubbi sulle intenzioni intorno alle politiche adottate, ridurre eventuali contrasti, annunciare pubblicamente obiettivi monetari, calcolati sulla base di un tasso desiderato di crescita del prodotto, scomposta nella componente di crescita reale "potenziale" e d'inflazione "inevitabile"<sup>25</sup>. La decisione, presa dopo un anno dal passaggio al sistema di cambi flessibili, in un momento di forte dinamica inflattiva, aveva lo scopo di riaffermare un intento di deciso contrasto all'inflazione, nonché la volontà di riprendere il controllo delle condizioni economiche e finanziarie interne. Inoltre con tale iniziativa l'Istituto centrale mirava ad influenzare le politiche pubbliche inerenti le retribuzioni e il bilancio federale, richiamando nel contempo, ad una sorta di lotta comune all'inflazione gli operatori pubblici e privati. Tale scelta se da un lato, con l'annuncio di quale tasso di crescita della base monetaria si intende raggiungere, limita la discrezionalità della banca centrale nelle scelte e nel dosaggio delle misure monetarie, d'altro canto agevola l'azione della stessa di controllo della crescita monetaria proprio in quanto la fermezza nel definire l'obiettivo da raggiungere, può determinare negli altri attori rilevanti per la crescita monetaria la volontà a conformarsi agli obiettivi fissati.

Sulle conseguenze politiche di tale decisione i pareri non sono concordi, perché, da una parte si tende ad enfatizzare gli effetti sulla reputazione della Banca in caso di mancato raggiungimento degli obiettivi monetari indicati<sup>26</sup>, dall'altro la diffusione

---

<sup>25</sup> Giucca P. – Martinez Oliva J.C.C., La politica monetaria tedesca negli anni '80: aspetti istituzionali ed analitici, Rivista di politica economica vol. 80, n. 6 (giu. 1990), pag. 2

<sup>26</sup> Da notare che il conseguimento degli obiettivi prefissati attraverso "un processo di trasmissione monetaria" è molto complesso essendo la risultante della combinazione dell'azione di svariati soggetti autonomi (autorità monetaria, banche, parlamento e governo nazionali, enti ed autorità esteri, etc.); subisce il condizionamento di situazioni particolari che intralciano tale processo; è ostacolato dalla non disponibilità, in alcune situazioni, di interventi diretti sulla liquidità delle banche da parte dell'autorità monetaria, che può esercitare un controllo solo indiretto tramite la manovra dei tassi di interesse.

preventiva degli obiettivi da raggiungere mette la Banca nella possibilità di resistere, almeno temporaneamente, con molta più robustezza alle pressioni provenienti dalla politica e anche dalla società civile.

Gli accadimenti di tale periodo hanno confermato, ad ogni modo, sia la sostanziale coerenza tra gli intenti dichiarati dall'autorità monetaria e il comportamento registrato ex post sulla base dell'evidenza empirica ed hanno dimostrato altresì l'efficacia dell'autonomia della Bundesbank, nel preservare la Germania dall'inflazione, i cui tassi si sono mantenuti sempre su livelli relativamente più bassi degli altri paesi europei.

Ancora, dal complesso delle relazioni effettive tra la Bundesbank e il governo dello Stato, si può con certezza affermare che dal dopoguerra agli anni ottanta l'autonomia dell'Istituto ha poggiato più che sul dato normativo, sui modi e sulle conseguenze economiche e politiche del suo operato.

### **7. La politica monetaria dopo il 1980.**

Il 1° gennaio 1979 nasce il Sistema Monetario Europeo visto come un programma di cooperazione monetaria tra paesi dell'allora Europa occidentale, indirizzato alla creazione di una zona di stabilità monetaria in Europa, che trova la sua base giuridica nella risoluzione del Consiglio Europeo del 5.12.1978 e nell'accordo fra le banche centrali del 13.3.1979.<sup>27</sup>

Aderirono per primi allo SME gli 8 paesi della Comunità (Italia, Olanda, Germania, Francia, Belgio, Lussemburgo, Danimarca, Irlanda), seguiti poi dalla Spagna nel 1988, la Gran Bretagna nel 1990, e infine il Portogallo all'inizio del 1992.

---

<sup>27</sup> Sui primi anni dello SME, v. Rainer S. Masera, L'unificazione monetaria e lo SME, l'esperienza dei primi otto anni, il Mulino, 1987

Lo SME si presentava conforme ad un sistema monetario completo, ancorché limitato ad una specifica area regionale, configurandosi come un sistema di cambi, d'intervento e di credito, imperniato sull'ECU, qualificato come paniere di monete degli stati membri, le quali concorrono a comporlo secondo quantità fisse di ognuna.

Sinteticamente, i tratti fondamentali di tale sistema di cambi, d'intervento e di credito possono essere così tratteggiati:

1. Creazione dell'unità di conto europea (ECU) composta da un paniere di valute comunitarie, ognuna in quantità fissa;
2. Le parità centrali dei tassi di cambio delle monete partecipanti erano rappresentate in termini di ECU per ciascuna valuta del sistema, mentre i tassi di cambio tra le valute prese a due a due, derivati dal rapporto tra i rispettivi tassi centrali in ECU, delineavano nel complesso una sorta di griglia di parità bilaterali. I cambi potevano oscillare entro una banda ristretta del  $\pm 2,25\%$ , salvo per quelle monete che fruivano di una "banda allargata" (come la lira italiana che poteva oscillare  $\pm 6\%$ );
3. Le Banche Centrali avevano obbligo di prendere provvedimenti per riportare il cambio nei margini prefissati nel caso in cui una valuta raggiungeva i limiti massimo e minimo consentiti;
4. La previsione di uno strumento aggiuntivo, non disponibile nell'accordo sul "serpente": l'indicatore di divergenza che segnalava andamenti non conformi del tasso di cambio rispetto alla media comunitaria;
5. La fluttuazione di una moneta oltre la soglia massima consentita (pari al 75% del  $\pm 2,25\%$ ) comportava l'adozione di misure correttive e obblighi di consultazione con gli altri membri dello SME, per cui in caso di svalutazione strisciante di una qualsiasi valuta del sistema quando si verificava il superamento della soglia del 75%

della variazione consentita rispetto alla parità centrale con l'ECU, sia la banca centrale dello stato interessato che le altre banche centrali del sistema erano obbligate ad intervenire. Tale obbligo "collettivo", giustamente, è considerato la vera novità e il punto di forza dello SME nei confronti del "serpente monetario" nel quale tale obbligo non era formalizzato.

6. In caso di persistenti squilibri della banda di parità, quest'ultima poteva essere modificata di concerto con gli altri paesi dello SME.

I divari cospicui tra i tassi d'inflazione (Germania 2,7% contro il 12% dell'Italia) con i conseguenti probabili attacchi speculativi che avrebbero potuto fiaccare e costringere i paesi deboli ad uscire dal sistema, inducevano gli scettici a pensare che, come il "serpente monetario" anche lo SME non avrebbe funzionato. Invece, nonostante i molti riallineamenti, lo SME ha operato a lungo grazie ad una serie di espedienti – consistenti in una combinazione di riallineamenti e di coordinamenti delle politiche economiche - previsti negli accordi e messi in atto dagli organi comunitari con accortezza.

Alle valute ritenute più fragili fu concessa una banda di oscillazione più ampia (6% per la lira fino al 1990, mentre per la peseta lo scudo portoghese e la sterlina fino alla violenta crisi del 1992 che costrinse ad allargare la banda di oscillazione fino al 15%).

Erano pure previste estensioni di credito dai paesi a moneta forte a quelli a moneta debole.

In caso di attacchi speculativi le banche centrali intervenivano a sostegno del paese sotto attacco (cfr. sopra il punto 5) ed era consentito il mantenimento di controlli valutari per i paesi a moneta debole.

E' diffusa l'interpretazione dello SME come un'area valutaria del marco estesa all'Europa comunitaria<sup>28</sup> nella quale la Bundesbank, oltre a fissare gli obiettivi monetari che influiscono sull'intera struttura, regola pure i rapporti con le valute "extra-SME", principalmente il dollaro USA, e gli altri partecipanti in condizioni di subordinazione, impegnati a mantenere il cambio fisso delle loro monete con il marco tedesco, posto naturalmente al vertice del sistema<sup>29</sup>.

La posizione della Bundesbank nei confronti dello SME si è caratterizzata per la volontà di mantenere *in primis* l'assoluto controllo sulla creazione della base monetaria al proprio interno e la piena sovranità monetaria, condizionando a questi obiettivi l'evoluzione del sistema europeo e, finanche, il predominio del marco sull'intera area SME.

L'asimmetria nel funzionamento dello SME, originata dai sopra indicati fattori oggettivi, svela come l'agire abbinato della disciplina degli accordi internazionali sugli interventi nel mercato dei cambi e della normativa interna, del tutto autonoma, sulla sterilizzazione degli effetti sulla base monetaria interna indotti da tali interventi permetteva alla Bundesbank di neutralizzare gli eventuali shock di portafoglio generatisi nell'area valutaria. Ad ogni modo "l'obiettivo fondamentale della Bundesbank non è costituito tanto dall'estensione della sovranità del marco all'area SME, quanto dal mantenimento del controllo monetario all'interno, e che qualora le due finalità dovessero entrare in contrasto, la prima sarebbe sacrificata alla seconda".<sup>30</sup>

In tale ambito si colloca la conduzione della politica monetaria tedesca negli anni ottanta, che si caratterizza per tutto il periodo - nonostante le inevitabili deviazioni che per

---

<sup>28</sup> F. Praussello, op. cit., pag. 21

<sup>29</sup> Sulla problematica delle responsabilità e dei vantaggi in una area valutaria con un paese predominante che funge da elemento stabilizzatore, la cui valuta svolge la funzione di guida, mentre i paesi più deboli si assumono il compito di mantenere fissi i loro tassi d cambio, vedi R. A. Mundell, Il sistema monetario internazionale all'inizio del nuovo millennio, Terza lezione Angelo Costa, pag. 17.

<sup>30</sup> F. Praussello, op. cit., pag. 22

motivi di equilibrio interno o esterno hanno attenuato la rigida applicazione della regola monetaria, impiegata con una certa flessibilità con conseguente andamento spesso erratico nel tempo dell'aggregato monetario di riferimento, pure confermando la "sostanziale coerenza" tra intenti dichiarati e comportamenti effettivi dell'autorità monetaria – da una attiva politica antinflazionistica e da una moderata attenzione ai problemi di attenuazione del ciclo, salvo i condizionamenti provenienti dall'esterno.

Come già detto nella nota 12, nel 1987 l'aggregato monetario di riferimento per la politica monetaria<sup>31</sup> fu individuato - al posto della moneta della banca centrale (c.d. Mbc)<sup>32</sup> considerata una sorta di "M3 ponderato", avente maggiori caratteristiche di liquidità rispetto ad M3 e, per il peso più rilevante attribuito al circolante e ai conti correnti, capace di creare distorsioni nell'interpretazione dello stesso indicatore in caso di pressioni sui tassi di cambio e di interesse determinanti ampi spostamenti nelle scelte di portafoglio degli operatori – nella M3 meno fluttuante e reattiva della prima ai cambiamenti dei tassi di interesse e di cambio, nonché delle aspettative<sup>33</sup>.

La scelta dell'obiettivo intermedio dipende: a) dall'idoneità a essere influenzabile agevolmente dalla banca centrale, b) dalla capacità d'indicare in maniera

---

<sup>31</sup> Il processo di trasmissione monetaria diretto alla stabilità monetaria, ottenibile in prevalenza con interventi per lo più indiretti, posto che la Banca centrale non è in grado di influenzare tutte le grandezze monetarie coinvolte nel processo, ha consigliato l'autorità monetaria a scegliere quelle grandezze aventi particolare rilevanza nello svolgimento desiderato dello stesso, quali "obiettivi intermedi", cioè strumentali rispetto a quello finale. Tra questi, tuttavia uno solo è ritenuto "centrale".

<sup>32</sup> La D.B. includeva nella nozione di "moneta della banca centrale" oltre alla moneta direttamente creata dalla banca centrale (contante e riserve bancarie obbligatorie per la parte relativa ai soli depositi a vista), anche i depositi a risparmio e a termine con scadenza entro i quattro anni., mentre escludeva i depositi intrattenuti dalle banche presso la Banca centrale in eccesso alla riserva obbligatoria, che pure fanno parte della liquidità bancaria; pertanto la Mbc utilizzata ai fini di cui sopra è una grandezza statistica e teorica.

<sup>33</sup> E. Dorrucchi, op. cit, pag. 111 ritiene che la scelta dell'aggregato M3 è da ricondurre alla "migliore performance complessiva sotto il duplice profilo della controllabilità e della stabile relazione nei confronti dell'obiettivo finale", in quanto l'aggregato M1 "tende ad essere eccessivamente economizzato quando, a seguito di un aumento dei tassi a breve, le attività più liquide vengono convertite verso forme di investimento meglio remunerate; ne consegue che l'andamento di M1 può portare a sovrastimare l'impatto di una restrizione monetaria sui flussi di spesa dell'economia", mentre M2 "tende a minimizzare tale impatto, poiché ricomprende dei depositi la cui remunerazione reagisce molto velocemente all'impulso, divenendo più attraenti non solo rispetto alle attività ricomprese in M1 ma anche rispetto ad altri tipi di deposito contenuti in M3".

attendibile l'evoluzione in un periodo di medio e lungo termine, c) dalla facile misurabilità (il mancato rispetto di tali requisiti ha imposto l' esclusione dell'indicatore "tasso di interesse a lungo termine") e d) dall'attitudine a segnalare con immediatezza eventuali divari nel processo in atto (il ritardo nel segnalare gli squilibri in via di formazione ha consigliato di scartare il tasso d'inflazione). Poiché gli obiettivi intermedi individuati nel tempo hanno mostrato una correlazione diretta con l'espansione del potenziale produttivo e inversa con i tassi di interesse, la Bundesbank ne ha tratto la convinzione di potere guidare in certa misura il livello dei prezzi e la crescita del PIL.

Peraltro, la strategia del *monetary targeting* e in genere la politica monetaria della Germania sembra riconducibile più a ragioni di carattere strutturale (l'adozione del modello di "banca universale" per la struttura e l'operatività delle banche tedesche) che a motivazioni di carattere ideologico. E, infatti, caratteristica fondamentale del modello di banca universale è quella di essere affrancata dalle logiche del breve termine e della volatilità dei prezzi proprie dei mercati finanziari, con spiccata preferenza per le operazioni di impiego e raccolta a lungo termine e a tasso fisso.

In adesione a tali caratteristiche della struttura bancaria nazionale, la politica monetaria della Germania coerentemente: a) assegna valore preminente all'obiettivo della stabilità monetaria, b) giustifica l'avversione alle aspettative inflazionistiche che ostacolano la stabilità della raccolta e dei tassi di interesse a lungo termine, nonché alle emissioni di titoli indicizzati, c) legittima il timore per la volatilità dei tassi di interesse e dei rendimenti dei titoli azionari, d) mostra contrarietà per la preferenza verso il breve termine dei risparmiatori.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Nardozi G., Il modello tedesco di banca universale e il mercato globale: un problema di coerenza, in Centro Alberto Beneduce, "Banche e mercati finanziari in Germania", atti, Roma, 1991.

Poiché inoltre in un mercato imperniato sulla banca universale, generalmente le banche maggiori assumono una posizione di forte preminenza sui mercati finanziari e del credito, nel sistema tedesco la banca centrale ha intrattenuto rapporti privilegiati con le maggiori banche interne, trasmettendo altresì i suoi impulsi di politica monetaria utilizzando queste ultime come cinghia di trasmissione anziché i mercati.

Tali caratteristiche spiegano perché le autorità monetarie tedesche - in caso di conflitto tra provvedimenti coerenti con la struttura del sistema finanziario tedesco e misure per lo sviluppo della piazza finanziaria locale o del potenziamento del marco come valuta di riferimento nei mercati internazionali - hanno sempre privilegiato la prima opzione.

Gli obiettivi monetari annunciati ogni anno dalla banca centrale<sup>35</sup> erano determinati, sulla base del quadro di previsioni macroeconomiche discusse e coordinate con il governo federale, dalle seguenti variabili: a) crescita stimata del prodotto potenziale; b) tasso normativo (inevitabile o tollerato) di inflazione; c) mutamenti del grado di utilizzo del prodotto potenziale; d) variazione della velocità di circolazione della moneta.

La maggiore enfasi era posta alle prime due variabili, considerate le ultime due come dipendenti dal ciclo economico, con variazioni nella stessa direzione,

Nel corso del periodo in questione, l'esame dei comportamenti effettivi ha evidenziato una significativa propensione della Bundesbank a tenere presente anche il saldo commerciale, consentendo deroghe agli obiettivi solo in presenza di attivi della bilancia dei pagamenti **consistenti e duraturi**.

Al fine di assicurare l'equilibrio fra le grandezze monetarie e quelle reali, la banca centrale metteva a disposizione degli operatori bancari e commerciali una quantità di moneta e di credito ritenuta sufficiente alla bisogna senza eccessi di sorta. Il controllo degli

---

<sup>35</sup> Nel periodo 1979/1995 l'obiettivo intermedio non è stato rispettato per 7 volte



obiettivi intermedi si realizzava tramite una duplice categoria di strumenti classificati in misure di aggiustamento di lungo periodo (fissazione dei tassi di sconto e sulle anticipazioni, quote di risconto, coefficienti ROB e compravendita a titolo definitivo di titoli) e di breve periodo o *fine-tuning* (operazioni di mercato aperto, p/t in titoli, swaps in valuta, anticipazioni) che nel tempo hanno assunto una importanza primaria.

Dall'inizio del 1985, le operazioni di mercato aperto p/t hanno acquistato un ruolo fondamentale nella conduzione della politica monetaria scalzandone il tasso ufficiale di sconto, mentre il tasso overnight ha espresso valori in linea con quelli del mercato p/t, acquisendo le caratteristiche di fatto di "tasso-pivot" del mercato monetario<sup>36</sup>.

Gli esponenti della Bundesbank hanno affermato che l'orizzonte temporale delle operazioni di politica monetaria della banca centrale è sempre stato il medio termine, avendo di mira obiettivi interni.

Il raggiungimento di tali obiettivi, peraltro, in considerazione dell'elevato grado di apertura dell'economia tedesca e della connotazione del marco tedesco come moneta di riserva ha complicato la riconciliazione degli obiettivi interni con il vincolo del cambio, pure se i responsabili della politica monetaria tedesca sostenevano di mirare ad annullare gli effetti degli interventi in cambi sulla base monetaria. Gli interventi "quasi automatici" di acquisto o vendita obbligatori di valute SME, di breve durata e reversibili, non hanno comportato problemi nella conduzione della politica monetaria. Gli interventi sui mercati dei cambi per preservarne ordinate condizioni in genere non hanno riversato effetti sulla gestione monetaria, salvo in caso di acquisti o vendite di dollari in un'unica direzione, per importi elevati e per tempi prolungati.

---

<sup>36</sup> Tale ruolo è tuttora rivestito dal tasso overnight delle operazioni della BCE e di tutte le altre banche centrali occidentali.

In tali momenti, la banca centrale tedesca ha tollerato notevoli deviazioni dalla regola della crescita monetaria nel medio periodo, con l'intento di contrastare effetti inflazionistici o deflazionistici degli interventi sui cambi e, solo in minima parte per contrastare eventi non dovuti alla stessa Autorità o con l'intenzione di raggiungere un certo obiettivo di cambio.<sup>37</sup>

Durante tutto il decennio 1980-1990 la procedura di derivazione degli obiettivi monetari e la preminenza della lotta all'inflazione sono rimaste immutate nella politica monetaria della Bundesbank, che ha mirato al controllo della Mbc e poi della M3, la cui quantità era funzione della crescita dei depositi assoggettati a riserva; quest'ultimo obiettivo ha subito alcune deroghe e cercato con flessibilità in caso di elevate pressioni di origine esterna o per conciliare l'equilibrio interno con i vincoli del cambio.

Di seguito, si ritiene di esaminare i comportamenti concreti tenuti dai supervisori nel corso del decennio in esame nei diversi periodi.

Fino al 1985 il targeting monetario è stato strumento adeguato a garantire il controllo sia della quantità di moneta sia dell'inflazione nel lungo periodo.

Nel periodo 1980-1982 in una fase di forte rallentamento economico (la disoccupazione raggiunge tassi preoccupanti, il PIL ristagna, l'inflazione supera il 6% e il saldo della bilancia dei pagamenti scende a livelli minimi, mentre la posizione del marco si deteriora), la principale preoccupazione delle autorità monetarie fu quella di contrastare con fermezza le pressioni inflazionistiche prodotte dalla debolezza del marco, con una terapia

---

<sup>37</sup> Secondo quanto riportato da Giucca – Martinez Oliva, op. cit, pagg. 8-10 la sterilizzazione degli effetti degli interventi in cambi sulla politica monetaria riguarderebbe il breve periodo, mentre nel lungo termine i vincoli dei cambi per l'adesione allo SME o agli accordi di coordinamento con altri stati avrebbero avuto conseguenze dirette sull'indipendenza della politica monetaria tedesca, nei casi di interventi nella stessa direzione sia rispetto alle valute dello Sme che al dollaro.

d'urto secondo l'usuale modo di operare della Bundesbank che, al fine di non offrire incentivi al rafforzamento delle pressioni inflazionistiche, evita accuratamente di “operare con gradualità” nella prevenzione dell'inflazione.

In questi tre anni la c.d. *conditional monetary targets*, - la modi con cui la banca centrale tedesca, nel fissare gli obiettivi nell'ambito di un prefissato corridoio, indica in anticipo le condizioni interne ed esterne sulla base delle quali orienterà la crescita della moneta verso il limite minimo o massimo del corridoio, con il limite medio che rappresenta la regola normale di condotta della politica monetaria di medio termine – è stata applicata in maniera coerente. Nella prima parte di tale periodo in cui l'economia tedesca-occidentale ha attraversato una fase di crisi, la manovra dei tassi e della liquidità è stata restrittiva in maniera inusitata. Tale situazione provocò un fortissimo scontro tra la Bundesbank e il Governo federale che vide quest'ultimo soccombere e il cancelliere Schmidt, sfibrato dalla contesa, dare le dimissioni da cancelliere nel 1982.

Allentatesi nel 1982 le tensioni (rallentamento dell'inflazione e riequilibrio del saldo delle partite correnti con l'estero) la Bundesbank iniziava una manovra di graduale allentamento della politica monetaria, rivolgendo una maggiore attenzione al risanamento dell'attività economica interna.

Nel 1983, in coerenza con quanto affermato sull'intenzione di mantenere la crescita monetaria nell'ambito della parte alta della fascia-obiettivo in caso di stagnazione dell'attività economica e qualora le condizioni dell'inflazione e della situazione esterna lo avessero permesso, la Bundesbank accrebbe la crescita monetaria fino a tale limite avendo constatato il rispetto degli obiettivi di inflazione(3%) e di crescita (2%). Inoltre la banca centrale, nel confermare la fondamentale importanza della domanda estera per l'economia

tedesca,<sup>38</sup> nonostante ciò ribadì la sua contrarietà alla svalutazione della moneta al fine di assicurare la competitività esterna, cosa che invece, prima dell'avvento dell'euro, era frequente in Italia.

Nel corso dei successivi due anni l'Istituto di emissione tedesco decise di consolidare i progressi compiuti nel processo di stabilizzazione, per cui la crescita della moneta della banca centrale si attestò nella parte intermedia della fascia confermando ancora una volta la volontà di sostenere la crescita economica senza peraltro provocare tensioni inflazionistiche. I risultati ottenuti nell'azione di freno all'inflazione consentivano all'autorità monetaria tedesca di non considerare come "inevitabile" un certo tasso d'inflazione.

Nel 1985 infine, nonostante i paesi industrializzati dell'occidente intervenissero massicciamente nel mercato dei cambi al fine di frenare l'apprezzamento del dollaro, la Germania ovest partecipò a tale iniziativa solo marginalmente e si astenne dall'aumentare i tassi.

Nel biennio 1986-87 per la prima volta dopo quasi un decennio, si realizzò un consistente sconfinamento degli obiettivi monetari per effetto dei successi nel contenimento dell'inflazione indotti dall'apprezzamento della moneta tedesca e la diminuzione dei prezzi del greggio, che scongiurarono una manovra di contenimento dell'espansione per non favorire un'ulteriore rivalutazione del marco e l'aumento degli squilibri con l'estero.

Nel biennio peraltro fu avviata con successo dalle autorità tedesche una politica di aggiustamento dei rapporti con le altre economie, anche se nel 1987 la Bundesbank dovette convivere con l'antinomia di tenere conto contemporaneamente delle tensioni dei

---

<sup>38</sup> Ancora oggi il rilevante calo delle esportazioni è alla base della forte flessione dell'economia tedesca durante la crisi finanziaria del 2008/2009.

mercati finanziari internazionali e dei cambi, nonché di contenere l'espansione monetaria, operando attivamente sui mercati valutari e contemporaneamente assicurando la liquidità sul mercato interno. Nel secondo semestre del 1987 la politica monetaria prima restrittiva durante l'estate, poi, a seguito della crisi delle borse del 19 ottobre tornava espansiva con due riduzioni consecutive dei tassi ufficiali.

Nel 1988 l'economia tedesca presentava un altro tasso di sviluppo e un'inflazione molto contenuta; peraltro, il marco subiva un deprezzamento che ostacolava il riequilibrio con l'estero per l'aumento del saldo positivo delle partite correnti facendo temere alle autorità monetarie pericoli di "inflazione importata". Per il terzo anno consecutivo l'obiettivo monetario non venne raggiunto, nonostante nel corso dell'anno la banca centrale operasse ripetuti aumenti dei tassi che tuttavia non impedirono l'espansione monetaria, accelerata sul finire dell'anno per le incertezze connesse all'introduzione della *withholding tax*. Le cause in questo caso erano però chiaramente di origine interna.

Nel secondo semestre del 1988 si ritornava a considerare primario l'obiettivo della stabilizzazione di lungo periodo nella conduzione della politica monetaria, peraltro con una visione proiettata in avanti, avendo di mira più la situazione dei prezzi attesi che di quelli attuali.

Durante il 1989 furono decisi, ai fini di stabilizzazione, continui rialzi dei tassi di interesse che riportarono nel sentiero prefissato la crescita monetaria e ribaltarono la tendenza all'aumento dei prezzi, con l'effetto di rivalutare il tasso di cambio.

## **8. La politica monetaria dall'unificazione al 1999.**

Per la Germania il decennio 1990/2000 non è stato particolarmente brillante sul versante dell'economia reale: la proverbiale locomotiva tedesca rallenta la propria corsa,

fornendo una prestazione scadente, inferiore alla media dei paesi europei. L'espansione economica si blocca e il prodotto interno lordo ristagna, mentre l'occupazione non cresce.

La politica monetaria tedesca, in tale periodo, invece fu interessata da tre accadimenti fondamentali - che segnarono profondamente non solo la finanza e l'economia della Germania e di tutta l'Europa, ma anche la storia e la geopolitica europea, e, in parte, mondiale - i quali nell'insieme si sono riflessi intensamente sugli assetti strutturali ed operativi dell'economia monetaria dei due stati germanici e dell'Europa; tali avvenimenti sono: 1) la riunificazione politica ed economica della Germania; 2) il collasso dello SME; 3) l'integrazione economica e monetaria in Europa.

#### **8a. la riunificazione politica ed economica della Germania.**

Nonostante il processo di riunificazione economica della Germania unita sia un processo ancora oggi in itinere,<sup>39</sup> la vicenda della riunificazione monetaria si è sostanzialmente chiusa.

Sul finire del 1989 avvenne il fatto politico fondamentale per la Germania del dopoguerra: "l'abbattimento del muro di Berlino" che avrebbe portato, in successione, il 18 maggio 1990 all'accordo intergovernativo per la costituzione di una unione monetaria, economica e sociale tra le due Germanie, il successivo 1° luglio all'introduzione del DM come strumento legale di pagamento nella Germania orientale, ed infine il 3 ottobre dello stesso anno alla riunificazione economica e politica tra i due stati tedeschi.

L'unificazione economica e finanziaria, portata avanti a tutta velocità dal cancelliere Helmut Kohl, non fu accolta, da subito, con entusiasmo dalla Bundesbank che

---

<sup>39</sup> Cfr. l'articolo di Beda Romano sul Sole 24 Ore del 10.11.2009.

tende a frenare consigliando prudenza; peraltro, a differenza di quanto avvenuto agli inizi degli anni ottanta, questa volta è il Presidente della banca centrale a cedere.

La conclusione del processo di unificazione, tuttavia, richiese anche “la fusione di due sistemi economico-monetari, in precedenza del tutto distinti”:<sup>40</sup> uno (ex DDR) sul punto della bancarotta economica e finanziaria, l’altro (RFT) vigoroso e abbastanza florido. Il compito di traghettare i due ex stati alla completa unificazione economica e finanziaria fu affidato, in prevalenza, al Presidente della Bundesbank Karl-Otto Pöhl che dovette “coniugare la ricchezza della Germania Occidentale con il degrado economico della Germania Orientale senza che la prima ne risentisse”.<sup>41</sup>

Sottovalutando la difficoltà di rendere compatibile un’economia centralizzata e pianificata secondo le teorie del “socialismo reale” con un ordinamento economico fondato sui principi della libertà economica, della concorrenza e dell’economia privata, si ritenne dalle autorità che la fusione tra le due economie avrebbe al contrario agevolato l’eliminazione degli squilibri di entrambe le parti; da un lato, il surplus della bilancia commerciale dell’ex RFT avrebbe sopperito alla domanda di beni di consumo della popolazione dell’ex DDR non pareggiata dalle sue esportazioni, mentre dall’altro lato, l’eccedenza del risparmio dell’ex RFT, anziché essere investito all’estero, sarebbe stato impiegato per finanziare gli investimenti necessari al decollo dell’ex DDR.

Tali convinzioni si rivelarono inesatte, poiché i provvedimenti presi produssero svolgimenti economici differenti nelle due parti in funzione della diversa situazione economica di partenza, mentre la Bundesbank si barcamenava tra l’inflazione e un

---

<sup>40</sup> G. Fraenkel, op. cit, pag. 62

<sup>41</sup> F. Barbieri, op. cit., pag. 118

consolidato indirizzo restrittivo della politica monetaria in un momento di recessione economica.

Le linee fondamentali dell'ordinamento economico della Germania unificata continuarono ad essere quelle della Germania ovest (ordinamento dell'economia sociale di mercato), mentre la politica delle autorità monetaria si svolse nei binari della stabilità monetaria quale obiettivo principale e principio cardine dell'ordinamento economico tedesco, nonché dello stretto controllo della provvista monetaria, creata in misura compatibile con l'obiettivo primario della stabilità monetaria. Il controllo della provvista fu attuato, conformemente all'approccio monetarista(c.d.),<sup>42</sup> tramite il governo della base monetaria, aggregato di cui la Bundesbank deteneva il monopolio, rafforzato dall'estesa autonomia di cui la stessa godeva essendo in grado di non dare corso a richieste di finanziamento da parte dell'amministrazione pubblica.<sup>43</sup> Tale approccio, ha come principi fondamentali il convincimento che i prezzi nel medio periodo si muovono in aderenza alla variazione della quantità di moneta e che la politica monetaria nel lungo periodo è neutrale nei confronti delle grandezze reali (la produzione e l'occupazione), mentre è in grado di influenzare i fenomeni monetari (la stabilità monetaria e l'inflazione). Peraltro la banca centrale tedesca non ha mai seguito il rimedio indicato da Milton Friedman di adottare un

---

<sup>42</sup> Partendo dalla formula quantitativa della moneta del Fisher che afferma l'esistenza d'una correlazione positiva tra a) il livello generale dei prezzi P e b) la quantità di moneta M e la velocità di circolazione della moneta V e di un rapporto negativo tra la grandezza a) e il potenziale produttivo Q, nonché sulla base della considerazione che le variazioni dei prezzi dipendono dalla quantità di moneta, definisce l'equilibrio monetario (o livello stabile dei prezzi) la situazione nella quale la quantità di moneta nominale determina un volume di saldi monetari reali (domanda di moneta per gli scambi tra le parti economiche e per costituire riserve di valore), corrispondente alla loro media di lungo periodo. Naturalmente quando si parla d'invarianza della moneta, non si vuole indicare che la quantità di moneta deve avere sempre lo stesso ammontare nominale, ma che la stessa deve essere sempre correlata alla variazione del potenziale produttivo. Sul punto cfr. Fraenkel, op. cit., pag. 68. Peraltro l'aumento non giustificato della moneta non sempre è la sola causa delle crisi economiche; infatti, la crisi attuale che, invece, viene fatta derivare dall'aumento incontrollato del debito.

<sup>43</sup> Cfr. Holfreierich C.L., op. cit.



tasso d'aumento predeterminato e costante nel tempo della massa monetaria, considerandolo limitativo della libertà dell'autorità monetaria.

Questo modo di procedere della banca centrale spiega sia il rifiuto opposto dalla stessa a intervenire con misure monetarie nel breve periodo sulle grandezze dell'economia reale, sia la prassi di rendere noti i propri intendimenti e scelte.

Comunque, dopo l'unificazione, il divario di produttività tra le due parti della Germania unita è rimasto, anche se più attenuato, e tuttora permane.

Unificati i due stati, per primo una forte richiesta di beni di consumo si è spostata dalla parte est a quella ovest, con la conseguente sostenuta crescita del PIL della parte occidentale nel 1991. Tuttavia, già la crescita del PIL dell'ex DDR nell'anno seguente si innalzava al 7,5% contro un 1,8% dell'ex RFT. Il generale raffreddamento dell'economia occidentale si rifletteva negli anni seguenti su tutta la Germania unita, anche se con qualche ritardo temporale, mentre una ripresa si generava nella seconda parte dell'anno 1994.

Nel periodo 1991-1995 tuttavia, la produttività della Germania orientale, pur non uguagliando quella occidentale, mostrava un considerevole rialzo che si rifletteva positivamente sul PIL, sulla cui crescita influiva pure l'ingente trasferimento di risorse reali e finanziarie dall'ovest ad est e il cospicuo aumento dell'attività edilizia, sia pubblica che privata, persino considerando la bassa base di partenza

In particolare, dal 1993 nella Germania orientale la produzione è cresciuta notevolmente, riducendo drasticamente la forbice tra produzione e domanda, migliorando i livelli di qualità e la sua concorrenzialità e determinando rialzi del PIL altrettanto elevati.

L'aumento di prezzi - peraltro, attenuatosi nel biennio 1994-1995 - innescato da questi avvenimenti, ha di converso ridotto i margini di utile, la propensione all'investimento delle imprese e la concorrenzialità delle stesse nei mercati esteri

Dal secondo semestre del 1994 però, a seguito del più modesto impatto delle rivendicazioni salariali rispetto agli anni precedenti, ricominciava la ripresa dell'economia, anche se la rivalutazione del marco nei confronti di alcune valute rallentava l'espansione.

La ripresa economica degli anni 1994-1995 non ha agito di freno alla disoccupazione attestatasi nel triennio 1993-1995 per il totale della Germania, rispettivamente all'8,9%, al 7,6% e al 9,4% per gli squilibri tra investimenti, disponibilità di capitale e offerta di lavoro, non tenuti nel debito conto dai sindacati della Germania est interessati solo all'eguaglianza dei loro salari con quelli dell'ovest, senza considerazione alcuna dei diversi livelli di produttività.

Il forte sfasamento tra aumenti della produttività del lavoro e livelli degli aumenti retributivi nella parte est, in uno agli aumenti del costo per unità di prodotto nella Germania ovest con gli evidenti effetti negativi per la redditività delle imprese, gli investimenti e l'occupazione esistente e potenziale, appaiono alla base dell'elevata disoccupazione di tale periodo.

Il contemporaneo forte calo della domanda estera a causa della recessione e i rincari dei prezzi interni incidendo sulla bilancia dei pagamenti, riducono in modo sostanziale l'elevato attivo registrato fino al 1989. Anche la bilancia dei pagamenti subisce una radicale trasformazione per cui lo stato tedesco unificato da esportatore di capitali diventa importatore per l'insufficienza del risparmio interno a sostenere le richieste di capitali per l'interno, specie nella parte orientale. In questa area, solo dal 1994, incomincia un timido processo di accumulazione del capitale.

Nel complesso la bilancia dei pagamenti dal 1990 evidenzia una riduzione dell'attivo, che divenuto negativo nel 1993, riprendeva poi nel 1995 in concomitanza con la risalita dell'economia internazionale.

In questo periodo la finanza pubblica, per gli esborsi enormi dovuti alle sovvenzioni concesse alla disastrosa economia della zona est, l'estensione a tutto il territorio statale del sistema di sicurezza sociale vigente nella parte occidentale e l'aumento del personale delle pubbliche amministrazioni, subisce l'aumento intenso dell'indebitamento pubblico, passato da 928,8 mld. di DM del 1989 a 1.935,8 mld. di DM del 1995. Nonostante l'elaborazione di un Programma di risparmio, consolidamento e crescita d'impostazione rigorista, le finanze pubbliche fanno ricorso alla leva fiscale, la cui pressione alla fine del 1995 è pari al 43,5% del PIL.

A differenza di altri paesi dell'Unione Monetaria, alla fine del quinquennio 1990-1995 l'economia tedesca mostra un diffuso indebolimento in tutto il territorio e una estesa disoccupazione (oltre 4 milioni di unità) - frutto della propensione delle imprese tedesche a delocalizzare nell'est europeo la produzione per i costi più bassi - cui si cerca di porre rimedio promuovendo l'attività di investimento e la creazione di nuovi posti di lavoro, riducendo la pressione fiscale - peraltro correlata alla diminuzione delle spese sociali - la riforma burocratica e lo sviluppo della ricerca<sup>44</sup>.

Come già fatto presente il 1° luglio 1990 il Deutsche Mark viene introdotto come unico mezzo legale di pagamento anche nella parte orientale e la competenza per la politica monetaria e valutaria passa alla Deutsche Bundesbank.

Il problema principale dell'unificazione monetaria tra le due parti dello stato, considerata la mancanza di dati attendibili sulle condizioni economiche e finanziarie dell'ex DDR, è stato l'accertamento del cambio più appropriato, alla luce delle condizioni

---

<sup>44</sup> Sui diversi aspetti del processo di riunificazione della Germania, sulle previsioni di lungo periodo delle politiche per la convergenza e sull'interessante raffronto tra l'esperienza tedesca e quella italiana del Mezzogiorno, con relative similitudini e differenze, vedasi il citato lavoro di J. C. Martinez Oliva sulla riunificazione tedesca e le politiche di convergenza.

economiche e finanziarie delle due Germanie. A tal fine, fu adottata una distinzione nell'abito delle grandezze monetarie fra dati di stock e di flusso.

Per le grandezze di flusso, al fine di individuare il cambio equo, era necessario mettere in relazione in modo conveniente la retribuzione con la capacità produttiva, notoriamente più bassa nella Germania orientale (circa il 40% di quella occidentale, cui corrispondeva una correlata differenza di retribuzione lorda); alla fine, nonostante l'opposizione di Pöhl, si decise per il tasso di uno a uno per salari, stipendi e risparmi. Con riguardo alla conversione delle grandezze di stock - scartato il cambio 1 per 1, che avrebbe comportato un forte aumento della capacità di spesa dei cittadini orientali, con pericolose ripercussioni sul tasso di inflazione – si convenne per il **cambio medio**<sup>45</sup> di 1 DM per 1,8 marchi della DDR, pur sempre sopravvalutato con riferimento al potenziale produttivo espresso dall'area est, con relativo aumento della M3 di 180 mld. di DM (15% dello stock precedente).<sup>46</sup>

La crescita monetaria - conseguente alle decisioni prese, alle contestuali situazioni interne ( incremento della domanda di credito a lungo termine sovvenzionato, aumenti retributivi, dei prezzi e degli investimenti della Germania orientale) ed, in minore

---

<sup>45</sup> Sul metodo per arrivare a tale cambio cfr. Fraenkel, op. cit., nota 74.

<sup>46</sup> Un articolo Carlo Debenedetti, Morire per Dresda, no, in [www.tufts.edu](http://www.tufts.edu) in merito al cambio delle monete tra i due stati tedeschi, polemicamente critica “una parità di 1 a 1 per il contante e di 2 a 1 per i depositi a medio termine contro un valore di mercato nero (cioè vero) di 10 a 1”, mentre sui costi della ricostruzione, che innescheranno la corsa ai tassi con la conseguente crisi dello SME, sostiene che “nonostante il drammatico divario di produttività, il sindacato ha ottenuto che entro il 1994 i dipendenti pubblici abbiano la stessa paga all'est e all'ovest, e che i salari dell'industria dell'est crescano del 25 per cento all'anno fino a raggiungere lo stesso livello dei lavoratori occidentali. Risultato: in media dal 1990 al 1991 i salari all'est sono aumentati del 40 per cento.....il costo della riunificazione sarà nei prossimi dieci anni pari a quasi 3 mila miliardi di marchi, molto più dell'intero ammontare del debito pubblico italiano.....Per avere un'idea delle proporzioni, si pensi che nello stesso periodo il prodotto interno lordo della Germania unita si valuta fra i 30 e i 40 mila miliardi di marchi.” I dati storici hanno dimostrato che gli altri esiti previsti da Debenedetti [forte aumento del debito pubblico, divergenza tra la Bundesbank (nuove tasse) e il governo federale (debito pubblico) in merito al ripianamento del debito, aumento dei tassi d'interesse da parte della banca centrale tedesca, trasferimento dell'aumento dei tassi, come livello di riferimento - stante la rigidità dei meccanismi propri del serpente presenti nello SME - sui tassi degli altri paesi europei, aumento della disoccupazione in Europa], si sono, per lo più, effettivamente prodotti.

misura, internazionali (afflussi speculativi di divise estere per i rapporti di cambio intereuropei non più adeguati alle condizioni economico-finanziarie del tempo) - fu superiore, dopo il 1991, a quella preventiva e valutata dalle autorità monetarie non compatibile con la stabilità dei prezzi.

Il modello di controllo della base monetaria, in precedenza tratteggiato, fu comunque alla base delle determinazioni di politica monetaria adottate dopo l'unificazione politica, anche se la dimensione e la conformazione dell'aumento della massa monetaria non erano state preventive.

Le decisioni di politica economica assunte erano in ogni caso tutte dirette a innescare, tramite agevolazioni di varia natura (sovvenzioni monetarie, credito agevolato, investimenti in infrastrutture) un processo di sviluppo autonomo della Germania dell'est che si autoalimentasse fino a ridurre ed annullare col tempo le differenze esistenti tra le varie componenti territoriali del paese. Tale speranza a tutt'oggi non si è ancora realizzata ed è condizionata dalle tendenze demografiche avverse e dall'esigenza del consolidamento fiscale.

Tuttavia, di fronte alla scelta tra il controllo dell'espansione monetaria tramite misure restrittive della liquidità e il sostegno all'economia anche con misure monetarie tali da favorire gli investimenti produttivi, la Bundesbank ha preferito la stabilità monetaria (il controllo dei prezzi) come obiettivo prioritario della sua azione, tramite uno stretto controllo della quantità di moneta.

Nei rapporti internazionali, la politica restrittiva adottata dalla Bundesbank comportò conseguenti azioni restrittive negli altri paesi europei, anche in caso di prezzi interni a tali paesi contenuti, e maggiore afflusso di divisa dall'estero.

La banca centrale tedesca in tale circostanza non ha mancato, in coerenza con le proprie convinzioni, di censurare l'ampliamento del debito pubblico non collegato a correlati investimenti, perché immette moneta supplementare all'interno del sistema, potenzialmente produttiva di ripercussioni negative sulla stabilità economica; inoltre ha assorbito moneta dal mercato tramite operazioni di mercato aperto e portato i tassi di interesse a livelli relativamente alti, per poi gradualmente diminuirli a partire dal 1993.

Come sopra indicato, in questo periodo l'obiettivo principale della politica monetaria non è stato raggiunto, anche se nel corso del 1995, di riflesso anche all'indebolimento congiunturale dell'economia, l'aumento dei prezzi si è fortemente ridimensionato, la provvista monetaria è stata addirittura inferiore alle previsioni e i tassi di interessi si sono ridotti.

Nonostante varie critiche al comportamento susseguente all'unificazione monetaria<sup>47</sup>, la banca centrale tedesca non ha mutato il suo *modus operandi* in tale frangente, affermando di avere fatto tutto il possibile e di non potere fare di più. A tal proposito si può affermare che, nonostante alcuni scostamenti registrati in tale periodo, la stabilità monetaria è stata sostanzialmente preservata,<sup>48</sup> considerato anche il contesto eccezionale nel quale la Bundesbank ha dovuto operare e che le hanno suggerito di moderare il proprio rigore<sup>49</sup> non solo per considerazioni interne, ma anche per i riflessi che il suo agire avrebbe prodotto sulle altre economie e sullo SME (Sistema Monetario Europeo)

---

<sup>47</sup> Sul punto, cfr. Fraenkel, op. cit., pagg. 105-108 che da conto delle critiche avanzate da varie parti sia sulla sovrastima del sistema produttivo della Germania orientale rispetto alla massa monetaria, che sulla impostazione stessa della politica monetaria tedesca e, in particolare, sul non intervento della Bundesbank sulle grandezze del settore reale, mantenendo una politica monetaria restrittiva in un contesto di diffusa disoccupazione.

<sup>48</sup> Da considerare che la stabilità monetaria nella teoria monetarista induce lo sviluppo del sistema reale, mentre nell'ottica dell'economia sociale di mercato è vista in funzione dello sviluppo non soltanto dell'economia, ma anche della società nel suo insieme.

<sup>49</sup> Pur nel suo rigore, la banca centrale tedesca non ha mai rinunciato alla propria discrezionalità per seguire acriticamente regole tassative che, per le circostanze concrete in cui ha dovuto operare, sicuramente non avrebbero prodotto buoni risultati.

per la funzione di valuta di riserva e di moneta di riferimento, almeno in ambito europeo, che allora rivestiva il deutesche mark.

In ultimo, si rileva che l'azione allora portata avanti al fine di ridurre il divario tra le due economie, ha conseguito risultati, naturalmente parziali, ma in ogni caso meritevoli di considerazione per avere dato, quantomeno, avvio al processo di riequilibrio tra le due economie.

Tuttavia, gli effetti dell'aumento dei tassi d'interesse tedeschi sono stati disastrosi per l'economia europea, ed italiana in particolare, in termini di aumento della disoccupazione e deficit pubblico, nonché di contrazione delle riserve valutarie.

### **8b. L'unione monetaria tedesca e collasso dello SME.**

L'insofferenza della banca centrale tedesca per la gestione governativa dell'unificazione monetaria della Germania e l'approvazione di alcune regole del trattato di Maastricht, sono state considerate la causa della crisi dello SME del 1993, che prese avvio con la decisione di ammettere un corridoio del 30%, attorno ai tassi bilaterali di cambio.

Sulla posizione della Bundesbank nelle vicende della crisi del settembre 1992 e del collasso dello SME del 2 agosto 1993, una singolare tesi di Hefeker<sup>50</sup> mette in risalto il ruolo attivo svolto dalla banca centrale tedesca nei suddetti eventi provocati,<sup>51</sup> secondo l'autore, dalla reazione della banca centrale tedesca al compimento dell'Unione monetaria tedesca (UMT) concomitante al trattato di Maastricht.

---

<sup>50</sup> C. Hefeker, L'unione monetaria tedesca, la Bundesbank e il collasso dello SME, in *Moneta e credito*, vol. 47, n. 188 (dice. 1994), pp.443-464

<sup>51</sup> Cfr. Fraenkel G., op. cit., pag. 52 con riferimento alla teoria delle scelte pubbliche, i comportamenti della banca centrale tedesca, in quanto organo burocratico, sono stati criticati, perché mirano a "volere mantenere il proprio prestigio presso l'opinione pubblica, anche a costo di perdere di vista l'interesse generale, per estendere la propria sfera d'intervento e rendere più difficile la critica al suo agire. A tal fine essa adotterebbe la tattica di allargare lo strumentario utilizzato, per opacizzare il suo comportamento; in particolare, nel caso in cui sorga un contrasto fra politica occupazionale e politica monetaria".

La scelta di un tasso di cambio tra il marco della Germania ovest e quello della Germania est, diverso da quello suggerito dalla Bundesbank<sup>52</sup>, innescò una situazione conflittuale tra quest'ultima e il governo tedesco, aggravatasi per le resistenze alla politica di bilancio governativa espansiva della Bundesbank, che reagì adottando una manovra monetaria opposta (restrittiva), azione che costrinse gli altri paesi aderenti allo SME ad adeguarsi alla decisione tedesca.

Per ricondurre, almeno in parte, il collasso dello SME alla firma del trattato di Maastricht, sull'assunto che la sottoscrizione del trattato sia avvenuta dopo una sorta di baratto tra la Germania che rinuncia alla propria sovranità monetaria e gli altri paesi europei che accettano la riunificazione tedesca<sup>53</sup>, Hefeker sostiene che la Bundesbank, temendo di perdere la propria indipendenza, adottò una politica monetaria molto restrittiva, con il pretesto di contrastare gli effetti dell'unificazione monetaria tedesca, allo scopo di fermare il processo di costruzione della Unione Economica Europea, per costringere i partner europei a ritirarsi dallo SME in quanto incapaci di difendere il loro tasso di cambio con il marco.

L'autore, riallacciandosi in proposito anche alla letteratura economica, pur prendendo atto, che la Bundesbank, gelosissima della propria indipendenza, rimane duttile nel difenderla quando il conflitto con il governo si acuisce, rileva, tuttavia, che tale rapporto

---

<sup>52</sup> La natura eminentemente politica della decisione sul tasso di cambio delle monete dei due ex stati tedeschi è ormai pacificamente ammessa da tutti gli studiosi, come pure emerge dalla considerazione di "osservatori autorevoli" riportata da J.C. Martinez Oliva, op. cit., pag. 5, per i quali "l'unità nazionale è un valore che trascende la logica economica, per il quale può ben valere la pena sacrificare il cinque per cento del PIL".

<sup>53</sup> In un recente articolo di Mario Margiocco sul quotidiano economico "Il Sole 24 Ore" dell'11 settembre 2009, si accoglie la tesi che il presidente francese Mitterrand fu convinto a dire sì all'unificazione tedesca, spauracchio storico della Francia, in cambio del sì tedesco all'unione monetaria. Inoltre, in un recente articolo "Elezioni 2009 /L'europa di Maastricht è finita. Avanti la prossima" in [www.II.sussidiario.net](http://www.II.sussidiario.net), C. Pelanda afferma "L'idea di europeizzare la Germania, per toglierle il marco, comportò la germanizzazione monetaria dell'Europa, insostenibile per i più. La volontà di potenza nazionale travestita da europeismo (della Francia *NdR*) impedì la formazione di un governo integrato europeo almeno per le cose essenziali. La Germania rinazionalizzò presto i propri interessi e sempre più lo sta facendo e lo farà"



non conflittuale con le autorità di governo cambiò a seguito dell'unificazione politica e monetaria tra le due Germanie. Il governo tedesco in tale occasione assunse decisioni non in linea con le proposte della propria banca centrale in materia di tassi di conversione tra il marco tedesco occidentale e quello dell'ex DDR e in materia fiscale e di bilancio, in particolare sul finanziamento della spesa pubblica supplementare - avvenuto più col debito pubblico che con nuove entrate fiscali - destinata a finanziare i costi dell'integrazione economica tra i due ex stati.

Le decisioni in materia di conversione delle monete, assunte dal governo senza informare la Bundesbank, indussero quest'ultima, umiliata da tale atteggiamento, a manifestare la propria autonomia con una politica monetaria restrittiva, mettendo in difficoltà gli altri partner europei. Anche la stipula del trattato di Maastricht con la prospettiva di attuare la UEM entro il 1999, vista come un tentativo di "svendere l'autonomia per motivi politici", allarmarono la Bundesbank che rivendicò ancor di più la propria indipendenza continuando nella sua politica restrittiva, nella duplice considerazione di mettere in risalto la propria autonomia - compromessa pubblicamente dalle decisioni governative - nel decidere le misure monetarie di contrasto all'inflazione e di frapporre ostacoli al processo di Maastricht.

Dopo lo sconvolgimento dell'economia tedesca a seguito dell'unione monetaria, la banca centrale tedesca propose una revisione generale dei tassi di cambio all'interno dello SME, con una svalutazione delle altre monete nei confronti del marco, al fine di alleggerire la pressione sui prezzi interni tedeschi. Il rigetto di tale proposta, sia per motivi di prestigio (Francia), sia per evitare un innalzamento del rischio paese e conseguente aumento dei tassi (paesi a valuta debole) fu seguito dall'opposizione della Germania a concedere una rivalutazione della sua moneta e conseguenziale deflazione agli altri partner come semplice

derivato della sua inflazione. Il rifiuto di abbassare i tassi d'interesse tedeschi, nonostante l'aumento delle esportazioni in Germania, mise sotto pressione i tassi di cambio all'interno dello SME, perché alcuni paesi per continuare a mantenere i propri tassi di cambio dovevano ricorrere a continui aumenti dei tassi d'interesse, manovra che in un periodo di recessione crescente diventa, alla lunga, insostenibile. Il carattere, strumentale al dissolvimento dello SME, del disinteresse della banca centrale tedesca a intervenire a favore delle valute deboli, sarebbe dimostrato anche dagli sviluppi successivi alle gravi tensioni registratesi durante il periodo giugno 1992/2 agosto 1993 - mancata riduzione da parte della Banca di Francia del tasso d'interesse e mantenimento del franco nel corridoio stretto rispetto al marco e taglio del tasso p/t da parte della Bundesbank - che provocarono la fuoruscita della lira e della sterlina dallo SME e la svalutazione della peseta spagnola e dello scudo portoghese.

Solo all'ultimo, per dirla con le parole di Hefeker, "dopo avere spinto alcune monete fuori dallo SME e avere scardinato l'ERM (Exchange Rate Mechanism), la Bundesbank usò i suoi margini disponibili per allentare la politica monetaria tedesca e ridurre i differenziali dei tassi d'interesse. Non vi era più la necessità di essere troppo restrittivi nello stabilire la politica monetaria".<sup>54</sup>

Qualunque fosse la motivazione che spinse le autorità monetarie tedesche a non accedere alla richiesta dei partner europei di allentare la politica monetaria restrittiva, di certo quest'ultima fu la causa scatenante della crisi e dell'abbandono dello SME.

Già, Padoa Schioppa (Efficienza, stabilità ed equità, 1987, il Mulino) individuava nel contrasto tra gli obiettivi economici stabiliti dai paesi partecipanti allo SME (come la previsione di una regola di cambi fissi convivente con l'autonomia delle politiche monetarie

---

<sup>54</sup> Op. cit., pag 451

dei vari stati), la causa che alla lunga poteva condurre alla dissoluzione del sistema stesso.<sup>55</sup>

E in effetti, il prevedere una banda ristretta di fluttuazione dei cambi bilaterali e la libertà dei movimenti dei capitali associata alla libera determinazione dei tassi da parte delle autorità monetarie dei singoli stati comporta necessariamente “una asimmetria degli effetti delle variazioni delle valute”<sup>56</sup> per cui l’intervento obbligatorio che grava sui partecipanti produce, a causa dello smantellamento dei vincoli sui movimenti dei capitali determinato dal processo di integrazione, effetti diversi: per il paese debole che svaluta l’intervento a difesa del cambio produce deficit della bilancia dei pagamenti e riduzione delle riserve mentre per il paese forte che rivaluta lo stesso intervento cagiona un semplice aumento della liquidità.

Tuttavia, anche in considerazione del ruolo dominante della Germania in seno allo SME, considerata zona d’influenza del marco, ruolo che gli consentiva di dettare in modo del tutto autonomo le politiche monetarie cui gli altri stati si conformavano supinamente,<sup>57</sup> pare difficile credere ad una cosciente e determinata volontà della Bundesbank tesa allo smantellamento nel sistema al fine di impedire la nascita dell’UME. L’ancoraggio alle istituzioni europee e il perseguimento dell’integrazione e dello sviluppo dell’Europa era e rimane un preminente interesse della Germania, che grazie a tale legame ha potuto riunificarsi in maniera indolore e repentina, accrescere le proprie esportazioni in Europa senza temere svalutazioni competitive e diventare stato leader dell’Unione Europea,

---

<sup>55</sup> Tale concetto è stato ripetuto dall’autore nella conferenza internazionale *Deutsche und Italienische Kreditinstitute auf dem Wege zur Europäischen Währungsunion*, Unione Monetaria Europea: “Il lavoro di preparazione delle banche tedesche e italiane”, Documenti Banca d’Italia n. 527 – Giugno 1996, pag. 7: “Una delle implicazione più importanti del passaggio a una politica monetaria unica in Europa è che esso darà soluzione comune al ben noto problema che ha turbato per decenni i rapporti commerciali e monetari internazionali: l’impossibilità di conciliare durevolmente la libertà degli scambi, la piena mobilità dei capitali, tassi di cambio stabili e politiche monetarie autonome. Ho spesso fatto riferimento a questi quattro elementi, definendoli “quartetto inconciliabile”. È mia convinzione che solo unificando la politica monetaria, i paesi europei potranno durevolmente mantenere il libero scambio e la libertà dei movimenti di capitale, due requisiti essenziali per l’efficiente allocazione delle risorse e la pacifica convivenza economica.”

<sup>56</sup> Cfr. G. Vitali, op. cit., pag- 11

<sup>57</sup> Cfr. F. Sarti, *Storia Economica dell’Unione Europea*, in [www2.spbo.unibo.it](http://www2.spbo.unibo.it), pag. 22

anche se non si può negare che malvolentieri la banca centrale tedesca abbia rinunciato alle proprie prerogative, concezioni e modi di interpretare la realtà.

### **8c. Il processo d'integrazione economica e monetaria in Europa.**

Con il primo "Libro bianco dell'Unione Europea" pubblicato nel 1985 che prende il nome dal suo ispiratore (Jacques Delors) con il titolo "Il completamento del mercato interno: Libro bianco della Commissione per il Consiglio europeo" per la prima volta la Commissione delle Comunità Europee propose in via ufficiale il completamento del mercato unico e indicava i possibili benefici conseguibili dalla sua realizzazione.

In esso - seguito in modo quasi puntuale dagli organismi comunitari e dai governi degli stati partecipanti - era fissato e scadenziato il percorso da compiere per completare il processo d'integrazione, con inizio dal 1985, che avrebbe progressivamente condotto, nel 1992, alla firma del Trattato di Maastricht e, nell'anno 1993, al completamento del mercato unico, all'avvio della fase di preparazione dell'Unione Economica e Monetaria, alla costruzione della moneta unica (Euro) e all'ingresso di nuovi paesi dell'est europeo nelle istituzioni comunitarie. Con il blocco dei tassi di cambio, l'adozione dell'euro, che sostituiva le monete nazionali dei dodici paesi dell'UEM, come unica moneta a corso legale in tutta l'UEM, l'attuazione del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e la creazione della Banca Centrale Europea (BCE) si realizzava la straordinaria utopia di un'Europa, almeno in determinati settori, unita.

La terza fase del passaggio alla moneta unica segnava la sostituzione delle politiche monetarie nazionali con un unico governo monetario europeo, di cui era responsabile il

Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC),<sup>58</sup> realizzandosi quanto era implicito nel concetto di unione monetaria: “il passaggio da una pluralità di centri decisionali della politica monetaria a una istituzione unica che si assume la responsabilità di un sistema monetario unico.”<sup>59</sup>

Le banche centrali nazionali (BCN), tra le quali le più importanti (la Bundesbank tedesca, la Banque Centrale francese o la Banca d'Italia) in precedenza gestivano le politiche monetarie dei rispettivi stati nazionali, con l'attuazione dell'UEM oramai avrebbero agito secondo le direttive e le istruzioni della BCE. Sicuramente è questo l'aspetto maggiormente innovativo dell'UEM, in quanto la perdita della sovranità monetaria, prerogativa gelosa degli stati nazionali sorti alla fine del Medio Evo, rappresenta certamente una significativa limitazione della sovranità statale.

Come ormai da tutti riconosciuto il modello di riferimento per la struttura organizzativa, gli obiettivi e le procedure operative del governo monetario dell'UEM è la Deutsche Bundesbank,<sup>60</sup> tra l'altro unica banca centrale nazionale europea a carattere federale.<sup>61</sup>

Infatti, come la Bundesbank, il SEBC si qualifica per il forte grado di indipendenza dal potere politico, che gli consente di ottenere la credibilità e la fiducia dei mercati, necessarie per operare con i tipici strumenti della politica monetaria (controllo dei tassi guida, dei coefficienti della riserva obbligatoria e dell'emissione di moneta), senza che le sue decisioni possano essere messe in discussione dalle istituzioni politiche nazionali o comunitarie. Tra i presidi dell'indipendenza decisionale e finanziaria del “Sistema”, i più importanti sono la non rinnovazione del mandato ai

---

<sup>58</sup> Formalmente nel SEBC sono comprese tutte le BCN dell'Unione Europea e la BCE, nell'Eurosistema sono ricomprese la BCE e l'insieme delle BCN dei soli paesi che hanno adottato l'euro. Cfr. V. Pontolillo, L'Unione monetaria Europea: profili istituzionali e operativi, Documenti Banca d'Italia, numero 719 – novembre 2001, pag. 5.

<sup>59</sup> T. Padoa Schioppa, op. cit., pag. 6.

<sup>60</sup> È quasi da tutti riconosciuto che la BCE si sia modellata sulla Bundesbank.. Sul punto cfr. un articolo di Giorgio La Malfa, pubblicato sul n. 17 (anno 2002) della rivista “Aspenia”, che, nel criticare i compromessi e gli scambi che, a suo dire, Jacques Delors ha dovuto subire al fine di convincere la Germania ad accettare l'Unione Monetaria, che avrebbero poi impedito il migliore assetto dell'UEM, afferma che “l'accordo preventivo di Delors con Kohl determinò insomma una Banca Centrale Europea modellata esattamente sulla Bundesbank e sull'idea che la moneta europea dovesse riprodurre le caratteristiche e quindi si sperava, la forza del marco.”

<sup>61</sup> L'altra banca centrale a struttura federale di rilievo è la Federal Reserve USA

membri nominati negli organi del SEBC e la spettanza del diritto di signoraggio allo stesso SEBC, anziché agli stati membri.

Tuttavia, il ruolo delle BCN è anch'esso importante in quanto: attuano operativamente le decisioni di politica monetaria del SEBC, veicolano le decisioni e le informazioni dal SEBC ai mercati nazionali, raccolgono dati e notizie utili al SEBC per le decisioni di politica monetaria, hanno la supervisione del sistema dei pagamenti Target ed, infine, alcune di esse hanno anche il compito di vigilare sul sistema finanziario, controllando il comportamento degli operatori del mercato finanziario.

Il Trattato sull'Unione Europea stabilisce che l'obiettivo primario del SEBC, come per la Bundesbank, è il mantenimento della stabilità dei prezzi, perseguita nella pratica col porre in essere misure monetarie finalizzate al rispetto di un'inflazione annua inferiore al 2%. Solo all'interno di tale obiettivo il SEBC può utilizzare la politica monetaria per sostenere la crescita economica nell'Unione Europea.<sup>62</sup> Per raggiungere l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi, il SEBC si pone autonomamente, di nuovo come la Bundesbank, alcuni obiettivi "intermedi" (variazione delle quantità monetarie europee in aderenza agli strumenti della politica monetaria a disposizione del SEBC).

Le ragioni che hanno indotto la Germania a partecipare all'UEM nei termini previsti dal trattato di Maastricht, possono individuarsi, oltre che nelle scelte di ordine politico del governo del tempo, anche nella conformità sostanziale della concezione complessiva della politica monetaria comune voluta nei trattati costitutivi della UEM a quanto richiesto dai tedeschi.

Infatti, le decisioni finali concordate sull'ordinamento normativo della politica monetaria europea e, in tale ambito, sulla definizione degli scopi fondamentali, della struttura organizzativa, nonché dell'operatività concreta del SEBC recepiscono molte delle posizioni caldegiate dalle autorità monetarie tedesche.

---

<sup>62</sup> Peraltro, pare che a seguito della crisi del settembre del 2008, la politica monetaria della BCE abbia attribuito una maggiore importanza a tale obiettivo, anche per evitare una recessione conseguente a una possibile deflazione

Probabilmente, la volontà di organizzare la BCE, quasi come “fotocopia” della banca centrale tedesca, ha convinto il popolo tedesco ad accettare l’Unione Monetaria Europea.

Già in un suo articolo,<sup>63</sup> Elvio Dal Bosco metteva in risalto “l’affinità di larghi brani del rapporto (*Delors N.d.R.*) con la posizione della Germania federale in materia di unione monetaria europea”, in particolare sui requisiti della futura banca centrale europea (base federalista, priorità dell’obiettivo della stabilità dei prezzi, autonomia dai governi nazionali ed anche dalle istituzioni comunitarie, divieto di finanziamento dei disavanzi statali).

Inoltre, considerazioni abbastanza suggestive sono espresse dallo stesso autore sia sulla direzione impressa al processo d’ integrazione europea, come indirizzamento verso l’emanazione di una legge sulla Bundesbank dove “siederanno anche alcune personalità straniere”, sia sulla gestione futura della moneta europea, ideata ad immagine e somiglianza della funzione svolta dal marco.<sup>64</sup>

Partendo da una ricostruzione della differenza di approccio tra il “Rapporto Delors” e il “Trattato di Maastricht”, R.Tamborini<sup>65</sup> critica aspramente le prescrizioni economiche del trattato di Maastricht considerandole contraddittorie con le dichiarazioni ufficiali della UEM come patto teso a raccogliere quanti più paesi passibili, in quanto invero dette prescrizione statuiscono una sorta di meccanismo teso ad escludere i paesi ad economia debole, coerente “con la realizzazione di una unione di “uguali-già-ora,” cioè di economie dell’area franco-tedesca”. Più oltre, l’autore afferma “Secondo un punto di vista ampiamente accettato, i passaggi cruciali del processo di unificazione

---

<sup>63</sup> E. Dal Bosco, Verso la Bundesbank europea, in *Politica ed Economia*, vol. 20, n. 6 (giu. 1989), pag. 9

<sup>64</sup> In effetti, diversamente dal Federal Reserve System USA che attribuisce pari rilevanza al contrasto all’inflazione e al sostegno dello sviluppo economico, per gli articoli 105.1 del Trattato UE e 2 dello Statuto del SEBC “l’obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l’obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell’articolo 2. Il SEBC agisce in conformità del principio di un’economia di mercato aperta e in libera concorrenza, favorendo una efficace allocazione delle risorse, e rispettando i principi di cui all’articolo 3 A.”

Ulteriori elementi di affinità tra le modalità di azione della BCE e della Bundesbank sono la scelta della M3 come aggregato monetario di riferimento e la definizione di stabilità dei prezzi in termini di aumento dei prezzi inferiore al 2%.

<sup>65</sup> R. Tamborini, Dal rapporto Delors al trattato di Maastricht e oltre. Cos’hanno da dire gli economisti?, *WWW,economia-politica.it*, pag 6.

europea vanno ricondotti nella *sfera della volontà politica* ovvero dei rapporti di forza tra governi (De Cecco, 1988). Come ci è stato spiegato più e più volte, il progetto dell'UEM non poteva essere concepito in contrasto con la *Weltanschauung* (visione del mondo *NdR*) e gli interessi del socio più forte e *sine qua non*, la Germania. Primo fra tutti l'irrinunciabilità del suo attuale assetto monetario-finanziario-creditizio. Il cambiamento di natura e di finalità dell'UEM.....fu probabilmente consapevole e consapevolmente perseguito, e può essere spiegato come l'unico equilibrio politico accettabile dalla Germania. In verità non mancano documenti e dichiarazioni in cui i tedeschi manifestarono con chiarezza la loro predilezione per la Kerneuropa, cioè l'unione degli uguali-già-ora,^ (Laughland, 1997). D'altra parte è arduo trovare un documento ufficiale o una delle interpretazioni fornite dagli estensori e fautori del Trattato che attestino o chiariscano che l'auspicio tedesco sia divenuto il principio informatore delle prescrizioni economiche del trattato". Tali considerazioni sembrano individuare: a) nella volontà politica e nei rapporti di forza tra gli stati il motore della costruzione europea, che, peraltro ha dovuto pure tenere conto degli interessi degli stati partecipanti e, principalmente, della Germania a modellare secondo la propria visione le istituzioni europee; b) nei c.d. "criteri di Maastricht" principalmente un espediente della Germania e degli altri "paesi forti" per tenere alla larga dall'Europa gli stati la cui politica monetaria non rispettasse i rigidi criteri di quella tedesca.

Sostanzialmente della stessa opinione pare Praussello, che nel sostenere la coerenza della linea tenuta dalla Bundesbank sull'adesione all'UEM con le precedenti asserzioni sulla preferenza della stessa per il mantenimento del controllo delle variabili monetarie all'interno, piuttosto che per la supremazia del marco nell'area SME, conferma che "le decisioni successive che hanno visto affermarsi progressivamente l'obiettivo della moneta unica e della creazione del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC) hanno registrato in una prima fase l'atteggiamento negativo della Bundesbank, salvo poi assistere ad un tentativo da parte di questa di mantenere i privilegi del marco, una volta assunta la decisione di procedere sulla strada dell'UEM da parte dei poteri politici. In termini di teoria dei giochi, l'ipotesi è che la Bundesbank, nel *bargaining* che dovrà condurre all'UEM, voglia bloccare la strategia del marco; intenda ottenere con le nuove istituzioni europee almeno gli



stessi vantaggi, sotto forma di controllo della base monetaria e dell'inflazione, che le sono garantite dalla situazione attuale".<sup>66</sup> Inoltre, sostanzialmente adesiva alla tesi di Dal Bosco pare la valutazione dell'autore sui motivi dell'insistenza della Bundesbank nel subordinare l'attuazione dell'unione monetaria al raggiungimento della convergenza delle economie dei paesi membri, peraltro limitata dall'Istituto centrale tedesco alle sole condizioni monetarie, senza considerare l'attenuazione delle disuguaglianze delle economie reali e dei redditi, al mantenimento, come obiettivo prioritario, della stabilità monetaria e alle ulteriori condizioni sulle politiche fiscali e di bilancio.

Anche il Barbieri, nella breve biografia su Pöhl, presumeva che il processo d'integrazione monetaria dell'Europa, nel caso si compisse, avrebbe implicato la costruzione di una Banca centrale Europea ad immagine della Bundesbank.<sup>67</sup>

Otmar Issing, "il custode della dottrina di rigore monetario a tutti i costi della Bundesbank", poi divenuto il Capo degli economisti della BCE, pare che abbia fatto della conformità della Banca europea alla Bundesbank la sua missione, secondo quanto riportato in una sua confessione "A lungo siamo stati contrari. Abbiamo la migliore politica monetaria, perché darci una valuta peggiore? Ci convincemmo solo quando capimmo che altrimenti saremmo rimasti ai margini. E allora il nostro obiettivo divenne stendere l'approccio Bundesbank a livello europeo."<sup>68</sup>

Tuttavia, tali opinioni benché abbiano la loro attrazione, non appaiono completamente esaustive sulle ragioni del via libera degli stati, compresa la Germania unificata, alla moneta unica in ambito europeo; forse ha ragione Mundell<sup>69</sup> quanto afferma che "il dato di fatto inconfutabile è che, in pratica, la creazione dell'euro è stata una necessità di ordine politico e costituiva l'unico percorso praticabile.....L'Unione Europea è pertanto destinata a crescere sia in termini di dimensioni che di importanza per l'economia mondiale".

---

<sup>66</sup> F. Praussello, op. cit., pag. 22

<sup>67</sup> Op. cit., pag. 118

<sup>68</sup> A. Tarquini, Lascia "l'ultimo dei Moicani", la linea della Bundesbank perde il suo paladino nella BCE", la Repubblica.it, pag. 2

<sup>69</sup> Op. cit., pag. 25

In ogni caso bisogna considerare pure che: a) la RFT, sotto il cancellierato di Konrad Adenauer, è stata nel 1957 uno dei sei paesi fondatori del Mercato Comune Europeo, b) l'indiscusso legame della Germania con l'Europa e le sue istituzioni politiche ed economiche affermato da Gregor Schöllgen<sup>70</sup> “la politica europea della Germania ha sostenuto incondizionatamente l'approfondimento dell'integrazione, il suo allargamento verso nord, sud ed est, come pure lo sviluppo delle sue istituzioni. La forza della politica europea della Germania stava da una parte nell'indirizzare i rapporti franco-tedeschi verso l'UE e dall'altra parte nell'allacciare stretti legami proprio con gli Stati membri minori. Numerosi blocchi decisionali e tappe chiave dell'UE furono più volte superati con successo grazie alla disponibilità al compromesso e al contributo della Germania”, c) il grande fervore europeista che tuttora manifestano i rappresentanti dello stato tedesco unificato. A tal proposito si può menzionare la recente esternazione, riportata in un articolo del Sole 24 Ore, sulle celebrazioni per i vent'anni dalla caduta del Muro, del cancelliere Angela Merkel la quale, nel constatare che “Est ed Ovest presentano ancora differenze strutturali, la disoccupazione a Est è ancora oggi il doppio rispetto a quella nell'Ovest del paese”, sul tema della creazione di un nuovo ordine economico mondiale confessa, almeno a parole, una fede solidissima nelle istituzioni europee e l'orgoglio di essere una cittadina europea, affermando che “Noi europei siamo abituati a questo (a collaborare tra di noi *N.d.R.*). Abbiamo volontariamente trasferito i nostri poteri a Bruxelles e all'Unione Europea. Ma i nostri partner americani hanno grandi difficoltà a cedere a cedere i loro poteri nazionali al Fondo monetario internazionale o ad altri organismi”.<sup>71</sup>

Quell'espressione “noi europei”, appare sincera e manifesta un' insuperabile e compiaciuta manifestazione di appartenenza all'Europa.

---

<sup>70</sup> G. Schöllgen, La Germania – partner del mondo, in [www.tetsachen-ueber-deutschland.de](http://www.tetsachen-ueber-deutschland.de), pag. 85.

<sup>71</sup> Beda Romano, Merkel: riunificazione incompiuta, il Sole 24 Ore del 10 novembre 2009

## 9. Conclusioni

In chiusura, si possono sintetizzare le determinanti della politica monetaria della Germania dalla fine della seconda guerra mondiale fino al primo gennaio 1999, data d'avvio della politica monetaria unica e d'inizio dell'operatività dell'euro come moneta unica "virtuale" (la data di effettiva circolazione della nuova moneta è stata, come noto, il 1° gennaio 2002), affermando che in aderenza al modello tedesco di banca universale<sup>72</sup>, storicamente le autorità monetarie della Germania nella gestione della politica monetaria hanno sempre mirato, in caso di conflitto tra gli obiettivi, più alla realizzazione degli obiettivi finali (stabilità monetaria) e a rendere maggiormente efficaci la trasmissioni dei segnali agli operatori finanziari che alla proficua allocazione delle risorse finanziarie.

Peraltro nel tempo, specie dopo la firma dei trattati per l'unificazione monetaria dell'Europa, i mercati e gli operatori bancari e finanziari tedeschi, a seguito delle riforme della normativa, dei mercati e dei servizi bancari e finanziari apportate dalla legislazione comunitaria di settore, hanno sempre più operato per attenuare le rigidità proprie del sistema nazionale.

---

<sup>72</sup> Dopo la crisi finanziaria mondiale del settembre 2008, buona parte dei giornalisti e commentatori economici ha imputato, anche se non in maniera esclusiva, al modello della banca universale, fatto proprio dalla quasi totalità delle economie occidentali, la genesi di tale crisi.

## Nota bibliografica

- F. Barbieri, Padroni di Germania, Milano Rizzoli, 1990.
- Beda Romano, Merkel: riunificazione incompiuta, il Sole 24 Ore del 10 novembre 2009
- M. Boldrin “Ma l’Economia Sociale di Mercato, cos’è?”, in [www.micheleboldrin.com](http://www.micheleboldrin.com)
- R. Caesar, L’evoluzione del grado di autonomia della Deutsche Reichsbank alla Deutsche Bundesbank, in L’autonomia delle banche centrali.
- R. R. Canale, Stato e mercato nell’alternativa tedesca al liberismo anglosassone , in “Rivista di Storia finanziaria”, Napoli – Arte Tipografica, luglio-dicembre 2004.
- R. A. Castelnuovo, Aspetti generali dell’analisi comparata tra sistemi finanziari, Alcune proposte metodologiche, Quaderni di Ricerche, numero 60, dell’Ente per gli Studi Monetari e Finanziari Luigi Einaudi
- E. Dal Bosco, Verso la Bundesbank europea, in Politica ed Economia, vol. 20, n. 6 (giu. 1989).
- C. Debenedetti, Morire per Dresda, no, in [www.tufts.edu](http://www.tufts.edu)
- E. Dorrucci, La conduzione della politica monetaria in Germania. Note informative e spunti di riflessione, Rivista di Politica economica, vol. 86, n. 4 (apr. 1996).
- A. Finocchiaro – A.M. Contessa (a cura di), La Banca d’Italia e i problemi del governo della Moneta, Roma varie edizioni.
- G. Fraenkel, Basi teoriche ed impostazioni pratiche della politica monetaria della Deutsche Bundesbank dopo la riunificazione tedesca del 1990, in rivista di Politica Economica, Vol. 86, n. 7-8 (luglio-agosto1996).

- Giucca – J. C. Martinez Oliva, La politica monetaria tedesca negli anni '80: aspetti istituzionali ed analitici, Rivista di politica economica vol. 80, n. 6 (giu. 1990).
- C. Hefeker, L'unione monetaria tedesca, la Bundesbank e il collasso dello SME, in Moneta e credito, vol. 47, n. 188 (dice. 1994).
- C.L. Holtfrerich, Autorità monetarie e istituzioni di governo, in L'autonomia delle banche centrali.
- P. Krugman, Gli stimoli sono inutili? Ma allora siamo all'abc, Il Sole 24 Ore" del 14 agosto 2010
- G. La Malfa, Come riformare l'Europa della moneta, Rivista "Aspenia", n. 17.
- M. Manna e A. Scalia, Organizzazione del mercato monetario tedesco e azione della Bundesbank, Bancaria vol. 51, n. 3 (mar.1995).
- M. Manna, Using money market rates to assess the alternatives of fixed vs. variable rate tenders: the lesson from 1989-1998 data for Germany, European Central Bank, working paper no. 186, october 2002.
- J. C. Martinez Oliva, Riunificazione intertedesca e politiche per la convergenza, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 51, luglio 2009.
- M. Margiocco, Il Sole 24 Ore" dell'11 settembre 2009
- R. A. Mundell, Il sistema monetario internazionale all'inizio del nuovo millennio, Terza lezione Angelo Costa.
- G. Nardozi, Il modello tedesco di banca universale e il mercato globale: un problema di coerenza, in Centro Alberto Beneduce, "Banche e mercati finanziari in Germania", atti, Roma, 1991.
- T. Padoa Schioppa, Efficienza, stabilità ed equità, 1987, il Mulino.
- T. Padoa Schioppa, Deutsche und Italienische Kreditinstitute auf dem Wege zur Europäischen Währungsunion, Unione Monetaria Europea: "Il lavoro di preparazione delle banche tedesche e italiane", Documenti Banca d'Italia n. 527 – Giugno 1996

- C. Pelanda, “Elezioni 2009 /L’europa di Maastricht è finita. Avanti la prossima”, in [www.ilsussidiario.net](http://www.ilsussidiario.net).
- V. Pontolillo, L’Unione monetaria Europea: profili istituzionali e operativi, Documenti Banca d’Italia, numero 719 – novembre 2001.vV
- F. Praussello, L’irresistibile marcia della Bundesbank, Politica ed Economia, Vol. 22, n. 5 (mag. 1991).
- P. Rainer S. Masera, L’unificazione monetaria e lo SME, l’esperienza dei primi otto anni, il Mulino, 1987.
- F. Sarti, Storia Economica dell’Unione Europea, in [www2.spbo.unibo.it](http://www2.spbo.unibo.it).
- G. Schöllgen, La Germania – partner del mondo, in [www.tetsachen-ueber-deutschland.de](http://www.tetsachen-ueber-deutschland.de).
- R. Tamborini, Dal rapporto Delors al trattato di Maastricht e oltre. Cos’hanno da dire gli economisti?, WWW,economia-politica.it.
- A. Tarquini, Lascia l’ultimo dei Moicani, la linea della Bundesbank perde il suo paladino nella BCE, la Repubblica.it.
- The monetary policy of the Bundesbank, in [http://www-bundesbank.de/download/presse/publikationen/geldpolitik\\_bundesbank.199610\\_en.pdf](http://www-bundesbank.de/download/presse/publikationen/geldpolitik_bundesbank.199610_en.pdf).
- G. Vitali (a cura di), La politica monetaria nell’unione europea, Consiglio Nazionale delle Ricerche-CERIS, Istituto di ricerca sull’impresa e lo sviluppo.

