

Il Sistema Monetario Europeo: i primi due anni

*Atti del quarto seminario internazionale sull'unione
economica e monetaria europea, tenuto presso
la Danmarks Nationalbank di Copenhagen il 13 e 14 marzo 1981.*

Introduzione di Niels Thygesen

Il Sistema Monetario Europeo (SME) ha cominciato a funzionare il 13 marzo 1979. Secondo la risoluzione del Consiglio Europeo del 4-5 dicembre 1978, che delineava le principali caratteristiche dello SME, era prevista una fase iniziale o di transizione di due anni prima di passare alla fase finale, implicante, in particolare, la creazione di un Fondo Monetario Europeo (FME) e la piena utilizzazione dell'unità monetaria europea (ECU) come strumento di riserva e mezzo di regolamento. Per una serie di ragioni, politiche ed economiche, il Consiglio dei Ministri non è stato in grado di prendere le decisioni necessarie per passare alla fase finale. E le disposizioni transitorie sono state prolungate per altri due anni. Rassegne elaborate sui problemi posti dal passaggio alla fase finale sono state preparate dal Comitato Monetario e dal Comitato dei Governatori delle Banche centrali; ma non sono da attendersi prossime decisioni politiche.

Le esperienze dello SME nei suoi primi due anni sono sembrate l'argomento appropriato per il quarto e ultimo di una serie di seminari organizzata da Robert Triffin, con il sostegno della *Ford Foundation*, e con l'aiuto di un Comitato Consultivo composto da Rudiger Dornbusch, Alexandre Lamfalussy, Alexander K. Swoboda, Niels Thygesen e Jacques van Ypersele de Strihou. I precedenti tre seminari hanno trattato dell'emergere dello SME (Louvain-la-Neuve, 24-25 marzo 1979), del Fondo Monetario Europeo nei suoi aspetti interni ed esterni (Genève, 7-8 dicembre 1979) e delle prospettive di impiego privato.

dell'ECU (Louvain-la-Neuve, 14-15 giugno 1980).¹ Mentre i primi tre seminari sono stati in larga parte dedicati a problemi futuri, discutendo in particolare del grado ottimo di flessibilità dei cambi cui tendere nello SME, della struttura e funzione di un futuro FME e delle condizioni per l'adozione dell'ECU nelle transazioni finanziarie private, lo scopo principale dell'ultimo seminario è la valutazione di come lo SME ha in effetti funzionato nella prima fase.

Questo fascicolo di *Moneta e Credito* pubblica la maggior parte dei contributi preparati per il seminario di Copenhagen,² organizzato in cinque sessioni. Le prime quattro hanno considerato rispettivamente 1) le esperienze del mercato dei cambi, 2) il grado di convergenza delle politiche economiche dei paesi aderenti, 3) le relazioni con monete esterne allo SME, 4) il problema della scelta fra obiettivi di cambio e obiettivi monetari, con particolare riferimento all'eventuale adesione della sterlina allo SME. L'ultima sessione è stata dedicata a una valutazione generale e alle osservazioni conclusive di Robert Triffin.

La prima relazione, di Rainer Masera, si apre con una rassegna cronologica delle esperienze nel campo dei cambi a partire dal marzo 1979 per le sette monete partecipanti allo SME. Masera adotta una suddivisione in cinque fasi, sulla base, per lo più, di eventi esterni allo SME, particolarmente delle variazioni della politica monetaria americana o delle tendenze relative dei redditi nazionali negli Stati Uniti e nell'Europa occidentale. In talune di queste fasi, la più importante moneta europea, il marco, si è trovata in una posizione estrema nello SME, rendendo così il cambio marco/dollaro vincolante per le altre monete partecipanti. Così, nella primavera del 1979, il marco era relativamente forte nell'ambito dello SME, ma non sufficientemente forte, secondo le autorità tedesche, rispetto al dollaro; la *Bundesbank*, vendendo dollari, rafforzò la posizione del marco nello SME e spinse al margine inferiore le monete di due più piccoli membri. Questo tipo di tensione era stato previsto al tempo dei negoziati per lo SME; non era stata invece prevista la situazione opposta, durata dall'estate del 1980

¹ Gli atti di questi tre seminari sono stati pubblicati a cura di R. Triffin: *EMS: The Emerging European Monetary System*, The National Bank of Belgium, Bruxelles, 1979; "The European Monetary Fund: Internal Planning and External Relations", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, settembre 1980 (con un'introduzione di A.K. Swoboda); *The Private Use of the ECU*, Kredietbank, Bruxelles, 1980.

² Limiti di spazio hanno costretto ad omettere la pubblicazione di relazioni e commenti al Seminario di Gunther Baer, Rimmer de Vries, Erik Hoffmeyer, Kumiharu Shigehara, Hermod Skaanland, Luigi Spaventa e M. Vanden Abeele. I testi omissi possono essere richiesti a Niels Thygesen, Institute of Economics, University of Copenhagen, Studiestraede 6, DK-1455 Copenhagen K., Danimarca.

fino a metà febbraio 1981, ossia un continuo aumento del dollaro, che si è venuto rafforzando a spese particolarmente del marco, il quale è stato spinto al margine inferiore. In ambedue le situazioni, le politiche di intervento sul dollaro della *Bundesbank* divennero di importanza fondamentale per le altre monete SME; nel 1979 la *Bundesbank* fu criticata dagli altri paesi membri per essere intervenuta troppo, mentre nel 1980-81 le critiche, più moderate, imputarono alla *Bundesbank* di essere intervenuta troppo poco, o di essere stata insufficientemente disposta ad adottare un'azione difensiva rialzando i tassi di interesse tedeschi a breve termine per adeguarli a quelli prevalenti negli Stati Uniti o negli altri più inflazionistici paesi partecipanti allo SME.

C'è un modo ovvio per risolvere situazioni di questo tipo: i partecipanti allo SME potrebbero tentare di realizzare una comune politica verso il dollaro piuttosto che rimettersi alle politiche della *Bundesbank* e delle autorità americane; e potrebbero usare il cosiddetto indicatore di divergenza per designare il paese che dovrebbe intervenire. La relazione di Masera contiene un'analisi plausibile del perché sviluppi del genere non abbiano avuto luogo. Una maggior dose di interventi senza misure monetarie interne di sostegno non sarebbe stata adeguata al compito di frenare la rivalutazione del dollaro. La riluttanza della Germania a prendere misure efficaci per rafforzare il marco prima del febbraio 1981 era dovuta al notevole peggioramento ciclico della sua bilancia dei pagamenti correnti, che rendeva necessario un forte miglioramento della sua competitività. Solo quando l'impatto inflazionistico di un continuato deprezzamento del marco si fece evidente, le autorità tedesche entrarono in azione per sostenere il marco con una più rigorosa gestione delle riserve bancarie. Wolfgang Rieke conferma nei suoi commenti che questo era il modo in cui vedeva le cose un funzionario tedesco.

L'indicatore di divergenza è stata la caratteristica più nuova e intellettualmente interessante dello SME. Questo indicatore, che misura la deviazione di una moneta dalla media ponderata delle altre monete, è stato forse usato come congegno d'avvio di azioni di coordinamento delle politiche economiche, come si aspettava taluno dei suoi proponenti? L'esperienza dei primi due anni suggerisce che esso ha svolto soltanto una parte marginale, giustificando in taluni casi politiche difensive in paesi che avevano oltrepassato la soglia inferiore di divergenza. Ma la coesistenza dell'indicatore di divergenza con la griglia delle parità, che resta il centro operativo dello SME, è difficile. Possono insorgere situazioni paradossali, come ha dimostrato Spaventa e ha

discusso in taluni particolari Gunther Baer nei rispettivi commenti. Nella maggior parte dei casi in cui l'indicatore di divergenza fornisce direttive d'azione facilmente interpretabili, queste direttive già tendono ad emergere chiaramente da movimenti nella griglia delle parità, combinati con le informazioni sugli interventi che possono essere decisi dalle autorità.

Masera è cauto nelle sue conclusioni. A suo avviso, l'esperienza dello SME è stata ragionevolmente soddisfacente, ma il suo relativo successo può essere dipeso da fattori temporanei: l'inattesa debolezza ciclica del marco e la determinazione di talune economie dello SME intrinsecamente più deboli di sostenere un tasso di cambio fisso per mitigare pressioni inflazionistiche. La prova reale verrà quando la bilancia dei pagamenti tedesca migliorerà e si attenuerà il movimento al rialzo del prezzo in dollari del petrolio.

Per Pieter Korteweg queste prime esperienze dello SME sono meno positive. Egli sostiene, certo in modo convincente sotto il profilo di un'analisi astratta, che l'accento posto su cambi nominali fissi all'interno dello SME crea gravi distorsioni fin quando i tassi d'inflazione non assumono un andamento convergente. Solo accidentalmente le variazioni nei cambi reali, calcolati tenendo conto dei differenziali d'inflazione, potrebbero corrispondere strettamente alle variazioni nella competitività necessarie per ripristinare posizioni sostenibili nelle bilance dei pagamenti correnti dei partecipanti.

La rassegna di Niels Thygesen sulle esperienze dei sette paesi partecipanti nel biennio suggerisce che questo caso accidentale si è approssimativamente verificato. La partecipazione allo SME non ha impedito alle tre economie con più ingenti disavanzi esterni (Belgio, Danimarca e Irlanda) di migliorare la loro competitività. Vi sono riuscite per tre vie diverse: il Belgio principalmente col mantenere un tasso d'inflazione relativamente basso; la Danimarca approfittando dello spazio concesso per svalutare, nell'ambito dello SME, più attivamente di altri partecipanti e inflazionando a un tasso prossimo a quello medio dello SME; l'Irlanda più che bilanciando il suo alto tasso d'inflazione con un netto deprezzamento del cambio effettivo a causa della sostenutezza della sterlina, moneta del suo principale *partner* commerciale. Anche la Germania e l'Olanda hanno notevolmente migliorato la loro competitività, e anche questo sviluppo è stato benefico alla luce dell'emergere dei loro disavanzi esterni. Fra i partecipanti, solo la Francia e l'Italia, a causa dei loro persistenti elevati tassi d'inflazione, non hanno realizzato alcuna correzione della notevole

sopravalutazione, rispetto alle principali monete esterne allo SME, con la quale i partecipanti erano tutti insieme entrati nello SME due anni prima. Ma in Francia e in Italia gli sforzi per raffrenare l'inflazione hanno assunto primaria importanza nel primo biennio dello SME, cosicché l'ulteriore elemento di disciplina esterna ha avuto un suo valore positivo.

Il fatto che lo SME si sia dimostrato capace di accogliere queste diverse preferenze politiche e di essere compatibile con un deprezzamento collettivo piuttosto ingente è un altro modo per dire che si è rivelato una scelta monetaria molto più "molle" del previsto. Esso spiega anche perché i differenziali d'inflazione non solo non abbiano continuato a ridursi, come era successo nel periodo 1977-78, ma abbiano cominciato ad ampliarsi, particolarmente dopo il nuovo impulso inflazionistico derivante dal secondo balzo dei pezzi del petrolio. Guardando indietro, le promettenti esperienze del periodo ante-SME sembrano un'interruzione temporanea del movimento di divergenza piuttosto che una nuova tendenza che lo SME potesse consolidare. Sebbene il rinnovato movimento di divergenza sia meno marcato di quello emerso negli anni successivi al primo balzo dei prezzi del petrolio, esso solleva seri dubbi quanto alla futura vitalità dello SME. Il timore, espresso da Alexander Swoboda nella discussione, è che l'insistenza su variazioni molto rade nei tassi centrali dello SME sia stata eccessiva alla luce delle divergenze di fondo negli sviluppi delle singole economie.³

Il testo presentato da Pierre Languetin, vice governatore della Banca Nazionale Svizzera, guarda allo SME dalla prospettiva di un osservatore esterno, interessato, vorrei dire in forma vitale, al successo dello SME negli sforzi intesi a stabilizzare non soltanto le relazioni fra monete nel suo interno, ma anche quelle con monete non partecipanti, in particolare con il dollaro. Languetin non ritiene che questi due scopi siano contrastanti, e riconosce che non vi è alternativa a un regime di fluttuazione tra le principali monete internazionali. Egli ravvisa incoraggianti segni di intensificata cooperazione tra gli Stati Uniti e le autorità europee negli interventi coordinati sviluppatasi nel 1980, ma vede un possibile ulteriore spazio per miglioramenti nell'idea di Jacques van Ypersele di concludere accordi *swap* dollaro/ECU fra il Fondo Europeo

³ La successiva svalutazione italiana verso la fine di maggio non ha fundamentalmente modificato questa preoccupazione, mentre le politiche più espansionistiche della Francia dopo le elezioni di maggio e giugno l'hanno piuttosto accentuata.

di Cooperazione Monetaria e la Riserva Federale americana. Egli vorrebbe che tali forme di cooperazione fossero estese ad altre principali monete internazionali, in particolare al franco svizzero, e richiama due specifici casi in cui le autorità svizzere hanno preferito intervenire contro monete SME piuttosto che usare il consueto strumento di intervento del dollaro. In generale, i paesi SME sono stati però riluttanti a vedere impiegate le loro monete in interventi contro monete di paesi terzi; e la discussione non ha rivelato alcuna variazione notevole nelle posizioni ufficiali, anche se potrebbero essere fattibili soluzioni informali del tipo di quelle richiamate da Languetin.

La discussione sugli aspetti esterni dello SME è stata avviata da Rimmer de Vries e da Kumiharu Shigehara. De Vries si è concentrato sulle prospettive per il dollaro, fattore decisivo nella valutazione dei problemi futuri per lo SME. Le sue previsioni di un ulteriore rialzo del dollaro dovuto a rigorose politiche monetarie, di un considerevole miglioramento strutturale della bilancia dei pagamenti correnti americana e di più realistiche politiche per l'energia si sono già realizzate. La prospettiva di "una specie di rinascenza per il dollaro negli anni ottanta in contrapposizione alla triste esperienza degli anni settanta" deve essere considerata congiuntamente con la maggior disposizione dell'amministrazione Reagan a lasciare al mercato la determinazione dei tassi di cambio; questa combinazione è destinata a mettere a seria prova la coesione dello SME, sebbene si tratti di una prova meno difficile di quella posta da un dollaro debole e in via di svalutazione.

I commenti di Shigehara hanno affrontato tre questioni: 1) la cooperazione in materia di cambi con paesi non partecipanti; 2) l'ECU come strumento di diversificazione delle riserve per istituzioni di riserva extra-SME; 3) le relazioni con istituzioni finanziarie mondiali, in particolare con il Fondo Monetario. Sul primo punto ha ricordato la conclusione di accordi *swap* tra la Banca del Giappone e le banche centrali della Germania e della Svizzera. Ha ribadito l'opinione di Languetin che lo SME potrebbe essere considerato come un'utile pietra nel sistema monetario internazionale anche da paesi non partecipanti, e che questi sarebbero molto interessati a una più solida coesione delle monete SME grazie a una maggior convergenza degli sviluppi delle singole economie. Sul secondo punto, Shigehara, in contrasto con de Vries, ha previsto un qualche utile ruolo per l'ECU come mezzo di riserva internazionale, specie se il futuro Fondo Monetario Europeo si impegnasse, quando il dollaro avesse smesso di rafforzarsi rispetto alle monete SME, in operazioni di sostituzione, emettendo attività deno-

LUDLOW P. (1981) - "The Making of the EMS, July 1977-March 1979: The Politics of the European Community in the First Two Years of the Carter Administration", di prossima pubblicazione.

minate in ECU in cambio di saldi in dollari tenuti da istituzioni propense a diversificare. Quanto al terzo punto, Shigehara non vede ovvii motivi di conflitto fra lo SME e il Fondo Monetario Internazionale (incluse le funzioni di sorveglianza affidate al Fondo).

Durante i negoziati per lo SME era rimasto a lungo incerto se il Regno Unito avrebbe alla fine partecipato. Una decisione negativa fu presa dal governo laburista, in parte per il motivo che l'associazione avrebbe potuto condurre a un'eccessiva rivalutazione della sterlina. Il governo conservatore, entrato in carica nel maggio del 1979, mantenne quella decisione, ma cambiò la principale motivazione nella difficoltà di riconciliare gli obblighi di intervento con la realizzazione degli obiettivi monetari, che erano diventati l'elemento centrale della nuova strategia anti-inflazionistica. È sembrato quindi opportuno dedicare una sessione a valutare i meriti relativi di obiettivi di cambio rispetto a obiettivi monetari.

Questo tema è affrontato da Michael Artis nei suoi problemi teorici nel quadro di un'analisi statica e dinamica. Artis sostiene, basandosi sul criterio di minimizzare la varianza dei prezzi attorno al loro valore obiettivo, che un obiettivo di cambio dà risultati migliori di un obiettivo monetario nella maggior parte delle concepibili forme di perturbazione in un'analisi statica. Il quadro è meno chiaro quando sono esplicitamente introdotte le dinamiche di aggiustamento. In ogni caso, il suo esame è solo indirettamente applicabile alla questione di un'eventuale adesione del Regno Unito allo SME, poiché l'esperienza ha mostrato che tale adesione è un surrogato molto irregolare della scelta di un determinato obiettivo per il tasso di cambio effettivo — aspetto importante per valutare le esperienze di prezzi (e produzione) in regimi alternativi. Sebbene l'esperienza inglese in materia di obiettivi monetari, in una con la forte rivalutazione della sterlina, e la tesi favorevole, sotto il profilo teorico, a obiettivi di cambio inclinino ambedue a suggerire l'adesione allo SME per la sterlina, Artis ha cura di ricordare al lettore i limiti della sua analisi.

Il suo lavoro è stato discusso da Rudiger Dornbusch, Hermod Skaanland e Michael Balfour. Il punto centrale dell'analisi di Dornbusch — a parte qualche critica su taluni particolari del contributo di Artis — è volto a rafforzare la tesi contraria a obiettivi monetari come strategia di stabilizzazione in un'economia aperta a tassi di cambio fluttuanti. Sia l'analisi teorica sia le esperienze pratiche di paesi che hanno cercato di seguire siffatta strategia — in aggiunta al Regno Unito, si possono ricordare l'Argentina e la Spagna — indicano che essa porta a un iniziale forte apprezzamento in termini reali, poiché i mercati dei cambi reagiscono più prontamente dei mercati dei prodotti e del lavoro.

Dornbusch rileva anche che, via via che le aspettative inflazionistiche si attenuano, cresce la domanda di saldi reali — un fattore che la tecnica degli obiettivi monetari spesso non considera, causando così una non voluta deflazione. C'è anche il rischio che l'aprezzamento non possa essere mantenuto e che il successivo movimento al ribasso riaccenda una forte inflazione. Per converso, Dornbusch ricorda il fortunato superamento delle iperinflazioni degli anni venti, realizzato con una combinazione di tassi di cambio fissi, stabilizzazioni fiscali e massiccia creazione di moneta, anche se resta dubbia l'importanza e il significato di questa esperienza per il superamento di inflazioni moderate.

Hermod Skaanland, vice governatore della Banca di Norvegia, ha affrontato l'argomento dal punto di vista di un piccolo paese europeo che ha sempre optato per un obiettivo di cambio, oggi fissato in un paniere di monete, che approssimativamente riflette un tasso di cambio effettivo. Nel caso della Norvegia, che ricorre a rigorosi controlli valuari, il controllo dello *stock* monetario non ha presentato gravi problemi; e Skaanland ritiene che controlli sui movimenti di capitali siano necessari per perseguire obiettivi di cambio in una piccola economia aperta.

In un'ultima sessione, dedicata a una valutazione generale del funzionamento dello SME, Erik Hoffmeyer, governatore della Banca di Danimarca, ha presentato una comunicazione introduttiva, seguita da una discussione, cui hanno partecipato Michel Vanden Abeele, Conrad Oort e Luigi Spaventa, e da osservazioni conclusive di Robert Triffin.

Basandosi su un'esperienza pluriennale di membro del Comitato dei Governatori di banche centrali, Hoffmeyer ha cominciato col notare che le discussioni in materia di politiche monetarie e di cambio hanno fatto importanti progressi a partire dal 1976, ben prima cioè dell'avvio dello SME. Questi promettenti sviluppi e le difficoltà di definire un nuovo Fondo Monetario Europeo che sia più efficiente degli odierni metodi più informali di cooperazione e insieme accettabile da parte degli esponenti politici nazionali — nel senso di non pretendere da costoro un grado di coesione politica della Comunità oggi non realistico, in particolare l'accettazione di una genuina moneta comune — hanno reso esitante Hoffmeyer a sostenere programmi troppo ambiziosi per lo stadio finale. Egli ha comunque riflettuto su due versioni fondamentali di un FME. La prima versione consisterebbe in un "fondo pressione", in un FMI di ambito regionale, che rivolge ai paesi membri raccomandazioni di politica economica e amministra crediti condizionali. Ma in un organismo intergovernativo di questo tipo la pressione sui debitori deve essere esercitata da altri governi la cui fermezza può essere indebolita dal pensiero che anche le loro politiche possano un giorno

essere esposte al vaglio del Fondo. La CEE, d'altra parte, potrebbe rivelarsi un gruppo troppo piccolo per assicurare la ferma esecuzione di programmi condizionali — tema discusso anche da Jacques Polak nel secondo Seminario.⁴ La seconda versione, un cosiddetto "fondo potere", delegherebbe maggiori facoltà al FME fissando esplicite regole per interventi sui mercati dei cambi e per controlli sulla gestione monetaria dei paesi membri. Ma un organismo di questo tipo, che aprirebbe la via verso una banca centrale europea, urterebbe probabilmente contro analoghi problemi di incapacità di formulare regole, e sanzioni per renderle operanti, sufficientemente chiare. Finché la possibilità di attingere al credito nei mercati internazionali è virtualmente illimitata per governi che godono di alto prestigio, non è dato vedere come un paese membro possa essere efficacemente costretto a prendere le necessarie misure di aggiustamento.

Mentre la maggioranza dei partecipanti al Seminario ha convenuto che il passaggio allo stadio finale implicherebbe il superamento di una soglia che la gran parte dei politici considererebbe molto pericolosa, Michel Vanden Abeele ha ricordato come la decisione di lanciare lo SME sia emersa da una grave situazione tre anni or sono, allorché i principali capi politici presero l'iniziativa e diedero un risalto drammatico alla necessità di riprendere a procedere verso un'unificazione monetaria. Gli altri due commentatori, Luigi Spaventa e Conrad Oort, hanno in larga misura condiviso lo scetticismo di Hoffmeyer e la sua preferenza per un approccio graduale. Spaventa ha parlato della delusione di quell'importante settore dell'opinione pubblica dei paesi ad alta inflazione che nel 1978 aveva caldeggiato la partecipazione allo SME perché la considerava un mezzo per rafforzare o persino surrogare i vincoli interni al crescere dei costi di lavoro e dei disavanzi pubblici. La delusione non è dovuta a debolezze tecniche del nuovo sistema dei cambi — che anzi, la stabilità dei cambi è stata eccessiva —, ma al fallimento degli impegni esterni a operare in modo da esercitare un'influenza disciplinatrice sulle politiche interne dei paesi ad alta inflazione.

L'ultima sessione, come di consueto in questa serie di seminari, è terminata con le osservazioni conclusive di Robert Triffin, non concepite come una sintesi del dibattito, ma come esposizione della sua personale visione.

⁴ Cfr. Banca Nazionale del Lavoro *Quarterly Review*, n. 134 (sett. 1980), pp. 307-396.

Al termine di quest'introduzione, desidero indicare alcuni dei debiti di gratitudine contratti nel preparare il seminario di Copenhagen: verso Robert Triffin, per aver preso l'iniziativa di riunire accademici ed esponenti ufficiali dei vari paesi per la serie dei quattro seminari, alla *Ford Foundation* per il suo generoso sostegno finanziario, alla *Danmarks Nationalbank* e *Privatbanken* per l'ospitalità, agli autori degli articoli e dei commenti che hanno accettato di rivedere le loro comunicazioni, a Rigmor Lundgaard per l'efficientissimo aiuto di segreteria e, in modo particolare, a *Moneta e Credito* per aver accettato di pubblicare gli Atti del seminario. Oltre agli autori delle comunicazioni e dei commenti sopra ricordati, hanno partecipato al seminario Svend Andersen, Jesper Andreasen, Henning Dalgaard, Mohieddin El Ghareeb, Frédéric Boyer de la Giroday, Alfonso Jozzo, Peter Ludlow, Jean-Jacques Rey, Peter Ruof, S. Samuel-Lajeunesse, Arthur Schmiegelow, Niels Ussing, Gabriel Vangrevelinghe e G. Willmann.