

Politiche monetarie e movimenti economici: il problema della "convergenza"

Questo lavoro parte (sezione 1) da una prima valutazione dello SME alla luce delle sue principali motivazioni interne ed esterne emerse dalle discussioni del 1978, e (sezione 2) da un commento delle principali critiche avanzate da economisti di orientamento monetarista, per offrire, nella sezione 3, una rassegna degli obiettivi e dei risultati della politica economica nel 1979-80 nei singoli paesi. Nella sezione 4 si tentano alcune conclusioni preliminari.

I. Valutazione preliminare dello SME con riferimento alle due principali motivazioni per la sua istituzione.

Se ripensiamo alle discussioni del 1978 che portarono al varo dello SME due anni fa, sembra che due tipi di considerazioni siano stati decisivi nel far apparire l'iniziativa desiderabile e fattibile.¹

Da un lato, intorno al 1977-78, la *divergenza nell'andamento delle economie* dei vari paesi, osservabile nel periodo 1973-76, *mostrava segni di una inversione di tendenza*. Sembrava desiderabile rafforzare questa tendenza e puntare ad accelerare la convergenza di politiche e di risultati. D'altro lato, *l'instabilità e il rapido deprezzamento del dollaro nel 1977-78* richiedevano una qualche azione difensiva; se non si poteva concordare con gli Stati Uniti nessuna mossa concreta (il fallimento delle misure tedesco-statunitensi dei primi mesi del 1978 per contrastare il declino del dollaro mostrava che ciò era improbabile), una qualche iniziativa regionale appariva come soluzione necessaria, anche se sub-ottimale.

¹ Per un resoconto più completo delle motivazioni e dei punti di vista dei diversi paesi, v. LUDLOW (1981), DE VRIES (1980) e THYGESEN (1979a).

Nel sottolineare questi due tipi di considerazioni non trascuro le motivazioni sostanzialmente politiche a favore di un ulteriore sviluppo della Comunità Economica Europea. Ma le motivazioni politiche, nella misura in cui erano sopravvissute alle delusioni e alle frustrazioni del periodo 1973-76 (che aveva effettivamente posto fine ai tentativi, potenzialmente di grande portata anche se mal congegnati, di integrazione monetaria dei primi anni '70), richiedevano, per riprendere forza, circostanze favorevoli a livello europeo e internazionale. In via introduttiva può essere utile esaminare un po' più da vicino se, retrospettivamente, le circostanze nel 1978 erano davvero propizie nel senso di essere rappresentative di quei fattori di più lungo periodo che giocano a favore di una maggiore integrazione monetaria della CEE.

Da tempo si è riconosciuto che, in Europa almeno, i differenziali di inflazione tra i diversi paesi hanno tendenzialmente dato un'indicazione approssimativa della necessità di variazioni dei tassi di cambio. Ovviamente, ci sono difficoltà nello scegliere in modo appropriato un indice di misura dell'inflazione e un periodo base, vicino all'equilibrio, da cui partire. C'è un ampio spazio per deviazioni di breve periodo dal parallelismo tra differenziali di inflazione e variazioni dei tassi nominali di cambio, e forse una possibilità più limitata di scostamenti di carattere più permanente, dovuti a differenze nelle determinanti del commercio estero diverse dal prezzo;² ma nel complesso si può dire che persistenti differenziali d'inflazione all'interno della CEE renderebbero inevitabili modifiche nei tassi di cambio nominali.

Abbiamo qui, come ha fatto notare Korteweg (1980), una differenza di grado, se non di qualità, nel ruolo che il meccanismo del tasso di cambio svolge nelle aree di maggiore scambio commerciale: Stati Uniti, Giappone ed Europa. Lo spazio per modifiche sostanziali e prolungate nei tassi di cambio reali è molto maggiore, come l'esperienza dal 1971 ha dimostrato, quando si guarda al rapporto tra il dollaro (o lo yen) e le

² Alcuni autori, ad esempio VAUBEL (1978a) hanno sostenuto (riferendosi alla esperienza dalla fine degli anni cinquanta in poi) che c'è stata una notevole necessità di variazioni del tasso di cambio reale, cioè di allontanamenti dalla PPP, in forma più accentuata, su base bilaterale all'interno della CEE. Così con il 1976 (l'ultimo anno preso in esame da Vaubel) si è manifestata una tendenza all'apprezzamento in termini reali del fiorino olandese, e al deprezzamento in termini reali della sterlina e della lira, suggerendo che sarebbero stati necessari aggiustamenti del tasso di cambio nominale dell'ordine del 3-5% annuo anche dopo che i tassi di inflazione fossero stati completamente armonizzati all'interno dello SME. Sarebbe però un errore considerare permanenti queste tendenze, come gli eventi successivi hanno dimostrato; si tratta infatti del risultato di fattori temporanei che possono richiedere degli aggiustamenti nei tassi di cambio all'interno della CEE, ma non certamente un tasso costante di variazione.

singole valute europee o la loro media, così come è espressa dall'ECU o da qualche altra media ponderata. Naturalmente questo è un altro modo per dire che la parità del potere d'acquisto tra il dollaro e le monete europee (PPP = *Purchasing Power Parity*) è "crollata" negli anni '70 (vedi, ad esempio, Frenkel (1980)). Ma, prescindendo dalla sterlina, la mia tesi è che all'interno dello SME questo crollo non c'è stato, e qualche prova empirica a tal riguardo indicherò nella sezione successiva. Come corollario, l'assenza di differenziali d'inflazione, misurati in maniera appropriata, continua ad essere il criterio principale per valutare la possibilità di tassi nominali di cambio stabili. Di conseguenza, rimane centrale la questione se i tassi d'inflazione dei paesi CEE hanno avuto, negli ultimi anni, movimenti "convergenti".

La tabella 1 aggiorna un'analisi di Vaubel (1980b) relativa a questo punto. La tabella riporta i tassi d'inflazione, misurati dall'indice dei prezzi al consumo negli otto paesi della CEE (il Belgio e il Lussemburgo sono trattati qui e di seguito come un'unica area economica). La tabella riporta alcune misure possibili del grado di coesione dell'andamento dell'inflazione all'interno della CEE, in particolare lo scarto quadratico medio ponderato della distribuzione dei saggi annuali d'inflazione intorno alla media della Comunità e l'intervallo di variazione tra il tasso più alto e il più basso; entrambe le misure sono riportate anche per diversi sottogruppi di paesi della CEE.

Da questo punto di vista c'è stato, dopo il 1975, qualche passo avanti verso la coesione. L'inflazione ha toccato la punta massima in ogni paese nel 1974-75, e gli indicatori di divergenza hanno raggiunto il massimo entro i primi due anni successivi alla prima esplosione (fine 1973) del prezzo del petrolio. Dal 1976 si è cominciato a vedere qualche miglioramento; i prezzi al consumo hanno subito una decelerazione ovunque, e in particolare nei paesi con un alto tasso d'inflazione. La graduale diminuzione del tasso d'inflazione medio della CEE e della dispersione intorno ad esso (c'è stata una tipica stretta relazione tra queste due grandezze negli anni settanta) è continuata nel 1978; ma la convergenza dei tassi d'inflazione è stata molto meno pronunciata che negli anni precedenti al 1974, per non parlare del tranquillo periodo 1960-68. A partire dal 1979 i differenziali sono nuovamente aumentati, tornando addirittura quasi ai livelli osservati verso la metà degli anni settanta. L'ottimismo del 1978, per quanto retrospettivamente appaia comprensibile, sembra oggi infondato. È questa una seria sfida per coloro che, me compreso, avevano sostenuto nel 1978 che i saggi d'inflazione, se misurati in modo appropriato, stavano per convergere quel tanto da garantire "l'accomodamento" del differenziale rimanente

TABELLA I

TASSI DI INFLAZIONE (PREZZI AL CONSUMO), PERCENTUALE PER ANNO

	1960-68	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1970-79	1980 ^e	1981 ^p
Belgio	2,9	3,9	3,9	4,3	5,4	6,9	12,7	12,7	9,2	7,1	4,5	4,4	7,1	6,6	6,0
Danimarca	5,5	3,6	6,5	5,8	6,6	9,4	15,2	9,6	9,0	11,1	10,1	9,6	9,3	12,5	9,5
Germania Occ.	2,5	1,8	3,3	5,4	5,5	6,9	7,0	5,9	4,5	3,9	2,6	4,1	4,9	5,0	4,0
Francia	3,6	6,2	5,8	5,5	6,2	7,4	13,7	11,7	9,2	9,5	9,2	10,7	8,9	13,3	10,5
Irlanda	3,6	7,4	8,3	8,8	8,7	11,3	17,0	20,9	18,0	13,6	7,6	13,2	12,7	18,5	12,8
Italia	3,8	2,6	4,8	5,0	5,7	10,8	19,1	17,0	16,8	17,0	12,2	14,7	12,2	20,0	15,3
Olanda	3,5	7,3	3,8	7,4	7,9	8,0	9,6	10,5	8,8	6,4	4,1	4,2	7,0	6,6	6,5
Gran Bretagna	3,2	5,4	6,3	9,4	7,3	9,1	16,0	24,2	16,5	15,9	8,3	13,4	12,5	19,5	14,0
Media ponderata	3,3	4,3	4,8	5,8	6,3	8,1	12,6	12,9	10,2	9,6	6,8	8,7	8,6	11,8	9,2
Scarto quadratico medio ponderato															
Tutti i paesi membri	0,52	0,79	0,52	0,63	0,37	0,57	1,65	2,39	1,86	1,90	1,31	1,65	1,29	2,29	1,61
£ esclusa	0,51	0,91	0,57	0,41	0,40	0,67	1,86	1,83	1,87	1,91	1,52	1,74	1,28	2,47	1,65
£ e Lit. esclusa	0,65	1,05	0,68	0,48	0,47	0,55	1,68	1,80	1,58	1,45	1,39	1,51	1,16	1,76	1,30
"il cuore del serpente" ¹	0,82	1,30	0,59	0,56	0,59	0,51	1,97	1,81	1,53	1,53	1,42	0,98	1,15	1,05	1,33
Ampiezza dell'intervallo															
Tutti i paesi membri	3,0	5,6	5,0	5,1	3,3	4,4	12,1	18,3	13,5	13,1	9,6	10,6	7,8	15,0	11,3
£ esclusa	3,0	5,6	5,0	4,5	3,3	4,4	12,1	15,0	13,5	13,1	9,6	10,6	7,8	15,0	11,3
£ e Lit. esclusa	3,0	5,6	5,0	4,5	3,3	4,4	10,0	15,0	13,5	9,7	7,5	9,1	7,8	13,5	8,8
"il cuore di serpente" ¹	3,0	5,5	3,2	3,1	2,5	2,5	8,2	6,8	4,7	7,2	7,5	5,5	4,4	7,5	5,5

¹ Germania, Benelux, Danimarca.

e stima, p proiezione

Fonte: per 1960-68 e 1969-79, ROLAND VAUBEL (1980b), Tav. 1; per 1980-81, OECD Economic Outlook 28, dicembre 1980.

con quelle forme di variazioni relativamente modeste dei tassi centrali che erano state praticate nel "serpente" negli ultimi due anni della sua esistenza.

Non può essere di molta consolazione l'avvertenza che i tassi d'inflazione devono essere "misurati in modo appropriato". Si poteva, è vero, sostenere nel 1978 che calcoli come quelli presentati nella tabella 1 sovrastimavano i differenziali relativi all'ultimo periodo, perché 1) si basano sui prezzi al consumo; 2) incorporano gli effetti di passate variazioni dei tassi di cambio. Numerosi studi empirici hanno dimostrato che la PPP è di solito peggio osservata quando si usano i prezzi al consumo; l'uso di un indice in cui i beni commerciabili avessero un peso maggiore avrebbe mostrato una maggior convergenza nel 1978 (cfr. Thygesen (1979a)). Non c'è comunque nessuna indicazione che il *trend* di base verso una rinnovata divergenza nel 1979-80 sarebbe modificato prendendo qualche altro indice come base di confronto. Non c'è nemmeno motivo di sospettare che, usando un indice più ampio, si abbia una distorsione verso l'alto della divergenza; anzi, è vero il contrario. Mentre nel 1978 il basso saggio di aumento dei prezzi riscontrato in Germania e, in misura minore, in altri paesi a bassa inflazione, era in un certo senso il prodotto della rivalutazione passata e corrente delle monete europee più forti, e quindi tendeva a far sembrare maggiori i differenziali d'inflazione suscettibili di persistere dopo l'introduzione di tassi di cambio più stabili nello SME, con il 1980 o con il 1981 la distorsione va nella direzione opposta. Il paese con il tasso d'inflazione più basso, la Germania, ha sperimentato una svalutazione in termini nominali, e ancor più chiaramente in termini reali, mentre i paesi con un tasso d'inflazione molto più alto, come la Francia e l'Italia, hanno attenuato i loro movimenti inflazionistici non aggiustando i loro tassi di cambio ai più alti tassi d'inflazione. La Gran Bretagna, soprattutto, ha fortemente rivalutato in termini nominali. È quindi da ritenere che la tabella 1 sottostimi i differenziali d'inflazione nel periodo 1980-81. L'impressione iniziale è chiaramente che, per quanto riguarda la prima delle due principali motivazioni per l'istituzione dello SME, cioè il consolidamento dei progressi fatti nel controllo delle divergenze tra i tassi d'inflazione e nella riduzione del tasso medio d'inflazione, lo SME non ha avuto successo.

Tuttavia, questa impressione iniziale ha bisogno di essere attentamente precisata. Confrontare il periodo dall'inizio del 1979 (e dello SME) con gli anni immediatamente precedenti non sarebbe corretto, se si tien conto del forte impulso inflazionistico proveniente dalla seconda

ondata di aumenti del prezzo del petrolio cominciata quasi contemporaneamente allo SME. Una base di confronto più corretta sarebbero i due o tre anni successivi alla prima ondata (fine 1973) di aumenti del prezzo del petrolio. L'impatto di questi due scossoni esterni è stato di forza pressoché equivalente; in entrambi i casi nell'Europa Occidentale l'impatto su indici di prezzo ad ampia base è stato dell'ordine del 3% (cfr. *Commission*, (1980)). La crescita sia del tasso medio d'inflazione sia della dispersione intorno ad esso all'interno della CEE è stata minore negli ultimi due anni che nel periodo 1973-75. Bisogna, naturalmente, prendere le proiezioni dell'inflazione nel 1981 che compaiono nella tabella 1 *cum grano salis*, dato che le previsioni ufficiali hanno la tendenza a sottostimare il *trend* dei prezzi. Peraltro, c'è già qualche segno che l'inflazione sta recedendo in alcuni paesi, come vedremo nella sezione seguente.

Una prima conclusione è pertanto che il secondo aumento del prezzo del petrolio ha generato nei paesi CEE un'inflazione meno violenta e meno duratura. Ciò è tanto più notevole se si tiene conto del fatto che la maggior parte delle monete CEE si erano rivalutate nel periodo 1973-75, mentre (con l'eccezione della sterlina) sono rimaste stabili in termini di tassi effettivi dall'inizio dello SME. Così, nonostante l'impatto frenante della rivalutazione sull'inflazione interna durante il primo periodo della fluttuazione dei cambi, i prezzi al consumo (e altri indici su base più ampia) sono aumentati in misura minore nel periodo successivo. Anche se sarebbe ingenuo attribuire questa differenza al rafforzamento della cooperazione monetaria europea tra il periodo 1973-75 del serpente/mini-serpente e lo SME del 1979-80 — indubbiamente, il principale fattore esplicativo è la priorità data alle politiche antinflazionistiche nella maggior parte dei paesi — troppo spesso i critici dello SME trascurano il fatto che l'andamento inflazionistico è relativamente migliorato.

Per quanto questo chiarimento sia importante, resta vero che la divergenza tra i tassi d'inflazione ha raggiunto un livello non compatibile con il mantenimento di tassi di cambio nominali stabili o con quel tipo di aggiustamenti di piccola entità e relativamente rari previsti dagli ideatori dello SME. In realtà, come sarà discusso nella sezione 3 prendendo in esame i singoli paesi, soltanto un insieme particolarmente favorevole di circostanze ha permesso nel 1979-80 un alto grado di stabilità dei cambi all'interno dello SME.

Se per la convergenza dei tassi d'inflazione lo SME ha dato risultati inferiori alle aspettative, indubbiamente ha avuto maggior successo —

con sorpresa di molti osservatori — come strumento per aumentare il grado di coesione delle monete europee di fronte all'instabilità del dollaro (la seconda motivazione a favore dello SME). Il dollaro aveva attraversato un periodo di forte instabilità e di prolungato declino a partire dall'autunno del 1977. La possibilità che perdurasse un grosso disavanzo delle partite correnti (dovuto sia alla crescita dell'economia degli Stati Uniti ad un tasso più elevato di quello europeo, sia all'apparente incapacità degli Stati Uniti a controllare efficacemente l'aumento delle importazioni di energia) aveva determinato una sostanziale modifica delle prospettive sul futuro del dollaro. In queste circostanze, non si poteva più fare affidamento, per finanziare il disavanzo USA, sui movimenti di capitale; questi anzi andavano ad accrescere il disavanzo delle transazioni ufficiali. Il disavanzo delle partite correnti era stato di circa 14 miliardi di dollari sia nel 1977 sia nel 1978; ma le passività ufficiali degli Stati Uniti avevano avuto un incremento rispettivamente di 35 e 32 miliardi di dollari. Gli è che il settore privato estero non soltanto non assorbiva le nuove attività create dal disavanzo corrente degli USA, ma riduceva i propri averi in dollari preferendo attività denominate in altre valute. Il rivale principale era il marco tedesco (e il franco svizzero); la Germania aggiungeva al suo avanzo di parte corrente un afflusso di capitali. La fuga del dollaro tendeva ad allontanare le principali valute CEE le une dalle altre. Questo processo non poteva essere controllato con l'uso, da parte dei singoli paesi, dei tradizionali strumenti monetari, ma richiedeva, da parte dei paesi CEE, un mutamento del regime dei cambi.

Tre alternative erano offerte alla Germania per impedire che l'apprezzamento del marco andasse ben al di là di quanto era giustificato dal più basso tasso d'inflazione tedesco e per evitare il conseguente impatto recessivo su profitti, investimenti e crescita.

La prima era quella di offrire, attraverso disavanzi pubblici finanziati con debiti, attività denominate in marchi in quantità sufficiente a far fronte alla domanda di non-residenti ad un tasso di cambio dollaro-marco stabile. In Germania il debito pubblico è, di fatto, aumentato più rapidamente che negli Stati Uniti per tutti gli anni settanta (vedi Dornbusch (1980)). Ma si riteneva che continuare con decisione in questa direzione fosse poco desiderabile per ragioni interne e pericoloso per l'autonomia monetaria in una prospettiva di più lungo periodo. Le autorità tedesche erano ansiose di limitare il più possibile il ruolo del marco come riserva internazionale.

In mancanza di misure accettabili per modificare il mercato delle attività in marchi dal lato dell'offerta, si dovette concentrare l'attenzione sulle possibilità di ridurre la domanda. L'attrattiva del marco, che si supponeva duratura, poteva essere diminuita in uno di questi due modi: o arrivando a un qualche accordo con le autorità americane per fissare limiti di variabilità del tasso marco-dollaro, oppure "europeizzando" il nascente status di moneta di riserva del marco. Le difficoltà della prima soluzione erano politiche ed economiche. Si pensava che fossero necessari interventi massicci per rendere credibile l'esistenza di limiti di oscillazione del cambio; e, date certe difficoltà dei rapporti politici tra Stati Uniti e Germania nel 1978, le prospettive di raggiungere un accordo comune erano poche.

Per eliminazione si arrivò alla soluzione adottata: ancorare più saldamente il marco tedesco alle altre monete CEE. Il "mini" serpente del 1976-78, che era costituito soltanto dalle monete del Benelux, dalla corona danese (e norvegese) e dal marco tedesco, si era dimostrato inadeguato ad agire da freno sulla tendenza del marco a una rivalutazione in termini reali. Legando tra di loro in un Sistema Monetario Europeo anche le monete degli altri paesi più importanti della CEE, il franco francese, la lira e la sterlina sarebbero diventati più stretti sostituti del marco tedesco. Col diminuire dell'attrattiva relativa del marco, i flussi di fondi in Europa si sarebbero diretti in più direzioni rispetto a quanto era accaduto nel 1977-78.

L'allarmante prospettiva di un declino del dollaro nel lungo periodo, incontrollato dalle autorità americane, aveva già cominciato a perdere credibilità al tempo delle misure d'intervento prese dall'amministrazione Carter nel novembre del 1978. Quella che fino al 1978 era apparsa come una scarsità di marchi a fronte di una offerta eccessiva di dollari veniva quindi modificata da due decisioni prese quasi contemporaneamente: l'inizio di una politica molto più attiva di governo del cambio del dollaro da parte delle autorità americane e l'avvio dello SME. Bisognava però attendere l'autunno 1979 perché diventasse chiaro che era stato rotto lo schema del passato, la tendenza cioè, così spesso osservata nel periodo 1973-78, ad avere un marco forte relativamente alle altre monete europee in concomitanza con un dollaro debole, e viceversa. Durante le violente oscillazioni dei tassi d'interesse americani dalla fine del 1979, questo schema valido in passato non è stato più altrettanto riconoscibile.

Una prima conclusione è che lo SME sembra aver rinsaldato la coesione delle monete europee, rafforzando relativamente al marco

quelle più deboli e con un tasso di inflazione superiore alla media. Da questo punto di vista lo SME ha risposto alle attese. Ma le circostanze del 1980-81, caratterizzate da un disavanzo di parte corrente della Germania via via più ingente, hanno reso più facile alle altre monete della CEE muoversi allo stesso passo del marco o addirittura a un passo più moderato rispetto alle altre valute più importanti.

II. Critiche allo SME da parte di economisti di orientamento monetarista

Il successo dello SME deve essere valutato principalmente in base alle due motivazioni ricordate (maggior convergenza interna, maggior coesione e forza verso l'esterno). Ma è utile arricchire gli elementi di valutazione guardando anche alle critiche avanzate da economisti accademici al tempo e dopo l'istituzione dello SME, perché tali critiche si concentrano con più decisione sugli aspetti verificabili dell'esperienza dei due anni passati.

In generale, molti studiosi di economia monetaria hanno considerato l'iniziativa dello SME come superflua nel migliore dei casi e — nel peggiore — pericolosa. Non mi riferisco a economisti di convinzioni keynesiane, che continuano a vedere ampie possibilità di persistenti effetti reali derivanti da controlli nazionali dei cambi e che sono molto preoccupati di assoggettare uno strumento centrale della politica economica a forme di decisione sopranazionali, nel caso intra-europee. Queste tesi furono importanti nell'orientare, ad es., l'atteggiamento inglese nei confronti dello SME nel 1978, ma sembrerebbero ora in declino, sia perché le possibilità di ottenere sostanziali effetti reali da variazioni nel tasso nominale di cambio sono diminuite dopo le molte prove dell'esistenza di rigidità nei salari reali, sia perché si ammette che, dopo tutto, lo SME consente aggiustamenti del cambio, se i paesi membri riescono a farli sembrare plausibili come mezzo per rettificare squilibri esterni.

Ma le critiche di cui le autorità ufficiali e i sostenitori dello SME devono più preoccuparsi sono quelle degli economisti di convinzione più monetarista, dal momento che costoro tendono ad ammettere in pieno che una maggiore integrazione nella CEE comporterebbe molti vantaggi in termini di benessere e che gli sforzi volti ad abbassare

l'inflazione hanno oggi una priorità assoluta nella politica economica. Merita particolare attenzione il fatto che molti economisti,³ le cui credenziali antinflazionistiche ed europeistiche sono al di sopra di ogni dubbio, abbiano trovato tanto da criticare nello SME. In sostanza, la loro posizione è che un sistema di parità fisse ma aggiustabili (*adjustable peg*) è una via di mezzo poco desiderabile, e che sarebbe preferibile avere uno o l'altro dei due sistemi "puri": o tassi di cambio permanentemente fissi (unione monetaria) oppure tassi di cambio flessibili. Per essere però più precisi, le tipiche critiche monetariste possono essere riassunte in quattro punti:

1. *Indebolimento di politiche imperniate su obiettivi monetari interni.* A partire dalla metà degli anni settanta, molti paesi europei, nonché gli Stati Uniti, il Canada e il Giappone, hanno fatto della adozione di obiettivi quantitativi per uno o più aggregati monetari un elemento essenziale della loro politica antinflazionistica. Lo hanno fatto quando erano minimi i loro impegni a intervenire sul mercato dei cambi in difesa di certi margini. È certo legittimo chiedersi quali siano le implicazioni, per la controllabilità degli obiettivi monetari, dei crescenti impegni sul fronte dei cambi cui ha dato luogo lo SME e che potrebbero accentuarsi se il sistema dovesse accogliere altri paesi membri o addirittura puntare ad una politica comune nei confronti di monete terze. In teoria, come è dimostrato in ogni testo di macro-economia, c'è una perdita di controllabilità: in un sistema a tassi fissi l'offerta di moneta interna non può più essere considerata come un utile obiettivo intermedio di politica economica, perché è diventata troppo endogena. Ma il vero problema è di vedere se in pratica i paesi membri dello SME hanno avuto maggiori difficoltà nel darsi obiettivi monetari e nel rispettarli. L'evidenza empirica, che commenteremo nelle note sui singoli paesi della sezione 3, suggerisce che lo SME non ha impedito né una generale decelerazione negli aggregati monetari, né un miglior rispetto degli obiettivi monetari.

2. *Distorsioni del tasso reale di cambio.* Se un gruppo di paesi riesce a mantenere stabili i tassi di cambio al suo interno ma, almeno inizialmente, non riesce ad armonizzare i tassi di inflazione, varieranno i tassi reali di cambio, cioè le misure dei prezzi e dei costi relativi

³ Cfr. per esempio, BRITAN (1979), FRATIANNI (1980), GIERSCH (1979), SALIN (1979), VAUBEL (1978a, 1978b, 1980a, 1980b).

espressi in un comune numerario. A priori, sembra plausibile che i tassi reali di cambio possano divergere in misura maggiore e per periodi più lunghi in un sistema che dà importanza alla stabilità dei tassi nominali di cambio, piuttosto che in un sistema alternativo in cui il tasso di cambio varia regolarmente o per decisioni politiche o per l'operare delle forze del mercato. L'evidenza empirica relativa alle distorsioni del tasso reale di cambio nello SME, anche se non conclusiva, non suggerisce che questo sia ancora diventato un problema così serio come lo si era prospettato. Ma la limitata variazione nei tassi reali di cambio *effettivi* della maggior parte dei paesi dello SME, nonostante i notevoli differenziali d'inflazione, è in misura rilevante un frutto del caso, dovuto a un insieme di movimenti dei tassi di cambio al di fuori dello SME che è improbabile si ripeta.

3. *Simmetria dell'aggiustamento.* Una terza critica allo SME riguarda il problema fondamentale, non ancora risolto, di chi dovrebbe prendere l'iniziativa dell'aggiustamento del cambio. Questo problema, che risale al sistema di Bretton Woods, è emerso in forma abbastanza esplicita nelle discussioni sull'indicatore di divergenza, che è la caratteristica dello SME più nuova e interessante da un punto di vista teorico. Sembrava che così venisse introdotto un indicatore obiettivo per dare avvio a un coordinamento delle politiche economiche a integrazione degli impegni automatici di intervento, che maturano quando una moneta raggiunge il limite bilaterale della griglia di parità. E questo avveniva usando come norma l'andamento medio delle monete dei paesi membri.

In pratica l'indicatore di divergenza ha avuto un ruolo più modesto di quello che si poteva pensare, vista tutta l'attenzione che gli era stata data durante la fase dei negoziati. Nessuna moneta ha ancora avuto una forte divergenza verso l'alto, e soltanto due (il franco belga e la corona danese) hanno attraversato la soglia più bassa. In ogni caso la coesistenza della griglia di parità e della soglia di divergenza non è facile; come Spaventa (1980) ha recentemente mostrato, la griglia di parità limita i movimenti dei cambi in modo tale da rendere l'intero sistema piuttosto arbitrario e incoerente. In definitiva non si sono date precise funzioni operative all'indicatore di divergenza, il che ha suggerito che la convergenza delle politiche dei diversi paesi verso una qualche media *non* era il risultato che si voleva ottenere con l'istituzione dello SME. Che certe medie dello SME potessero essere considerate come una norma è stato negato in dichiarazioni ufficiali dei due paesi con il tasso

di inflazione più basso, la Germania e i Paesi Bassi; ambedue, di fronte a una scelta tra cambi fissi con maggiore inflazione e rivalutazione, sceglierebbero una rivalutazione. E così farebbe un monetarista, per il quale la sola idea di alzare il tasso di inflazione di un paese, per adattarlo a un livello medio SME, sarebbe una eresia.

Ma, se si esclude l'aggiustamento simmetrico, resta il problema: chi si aggiusta a chi? In sistemi di cambi fissi (o di parità fisse ma aggiustabili), con un paese dominante o egemone (come gli Stati Uniti nella prima fase del sistema di Bretton Woods, o la Germania nel mini-serpente del 1976-78), lo schema era abbastanza chiaro. Le monete dei paesi minori si agganciavano alla moneta egemone come meglio potevano e subordinavano le politiche interne al fine di rendere credibile questo obiettivo. I critici monetaristi dello SME, basandosi, più che su una logica puramente economica, su una generale sfiducia nella capacità dei governi di agire in modo costruttivo quando non sono vincolati da norme, sostengono che il problema del coordinamento delle politiche potrebbe essere risolto, in un sistema così discrezionale, soltanto con enormi difficoltà, producendo risultati minimi con il massimo di attriti (v. soprattutto Vaubel (1978a, cap. 1 B) e Salin (1979)). Per vedere se questa raffigurazione dello SME è giusta, il modo migliore è esaminare un paio di esempi "tipici" di conflitto. È quello che farò nella sezione 3.

4. *Il rischio di generose facilitazioni di credito.* Possiamo affrontare abbastanza rapidamente quest'ultimo punto che compare nelle critiche monetariste allo SME. Si sostiene che, concedendosi generosamente credito fra di loro, i governi dei paesi CEE e le loro banche centrali hanno contribuito a rendere più durature le divergenze economiche. Un'osservazione pertinente a questo proposito è che le sole facilitazioni di credito che nello SME sono state realmente molto usate sono state quelle a brevissimo termine, dove la restituzione deve avvenire 45 giorni dopo la fine del mese. Non si è fatto uso alcuno delle facilitazioni di medio termine, che sono prestiti condizionati simili alle *tranches* più alte del FMI, anche se in pratica la loro "condizionalità" poteva essere più blanda.

L'ampliamento delle possibilità di credito deciso per lo SME sembra di scarsa importanza, se paragonato agli altri due fattori che influenzano la valutazione, da parte dei paesi membri, della loro liquidità internazionale: la disponibilità di prestiti sui mercati privati internazionali e l'aumento del valore di mercato della componente aurea

delle riserve. Questi due fattori hanno poco a che fare direttamente con lo SME, anche se l'ampliamento ufficiale delle facilitazioni di credito può aver migliorato la posizione dei membri dello SME più deboli sui mercati finanziari e il cosiddetto deposito del 20% delle riserve in oro (e in dollari) può essere stato un modo particolarmente comodo di rivalutare l'oro. In mancanza di questo particolare accorgimento, si sarebbero potuti usare altri metodi da parte dei singoli paesi. Il fatto fondamentale è l'alto livello delle attività di riserva e il facile accesso a prestiti non condizionati, piuttosto che le facilitazioni SME in sé e per sé. Non mi sembra sia da prendere molto sul serio l'idea (cfr. Vaubel (1978b), pp. 14-15) che il piccolo elemento di sussidio implicito nei crediti SME costituisca, in un clima come l'attuale, un effettivo indebolimento dell'incentivo ad evitare politiche monetarie inflazionistiche.

Le due motivazioni generali per varare lo SME e i punti interrogativi proposti dai critici monetaristi possono offrire una base per valutare, nella sezione 3, l'esperienza dei sette paesi dello SME dall'inizio del 1979.

III. Le esperienze dei singoli paesi: 1979-81

Per la maggior parte dei sette partecipanti allo SME, ma in particolare per la Gran Bretagna, gli anni 1979 e 1980 sono stati mediocri sotto il profilo economico. La tabella 2 fornisce un confronto sistematico con i risultati effettivi di previsioni o obiettivi per i due anni e per i quattro principali obiettivi finali della politica economica: 1) il tasso di crescita del PNL reale, 2) il saggio d'inflazione (misurato dal deflatore dei consumi privati), 3) il tasso di disoccupazione, e 4) il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti come percentuale del PNL, tutti valori presentati alla Commissione CEE nel mese di ottobre precedente l'anno in questione. Dati i rapidi cambiamenti nelle circostanze esterne, è opportuno valutare le politiche alternativamente in termini di quella che si riteneva essere la prospettiva e di ciò che è effettivamente accaduto.

È sembrato opportuno organizzare questi appunti dividendo in tre gruppi i sette partecipanti allo SME: 1) Belgio e Danimarca, piccoli paesi che hanno mostrato segni di disavanzo esterno strutturale e di sopravvalutazione della propria moneta fin dall'inizio dello SME, 2) i tre nuovi entranti, Francia, Irlanda e Italia, tutti con tassi d'inflazione superiori alla media, ma pronti ad usare il nuovo obiettivo di tasso di cambio nell'ambito di una politica antinflazionistica, e 3) i due paesi con il tasso d'inflazione più basso della CEE e con la valuta più forte nel periodo precedente lo SME, cioè la Germania e l'Olanda.

TABELLA 2

PREVISIONI/OBIETTIVI E RISULTATI, 1979-81, PER CRESCITA,
INFLAZIONE, DISOCCUPAZIONE E PARTITE CORRENTI

	B	DK	D	F	IRL	I	NL	GB	CEE
1979									
Tasso di crescita del PNL reale									
P/O	2,5	1,5	4,0	3,7	4,0	4,1	2,5	2,4	3,5
risultato	3,0	3,1	4,4	3,4	3,2	4,9	2,3	0,2	3,3
Tasso di crescita del deflatore dei consumi privati									
P/O	4,1	7,0	3,0	8,5	14,5	11,5	4,8	9,5	7,0
risultato	4,5	9,5	4,1	10,5	13,2	15,0	4,7	13,2	9,0
Disoccupazione in percentuale della forza lavoro attiva									
P/O	8,6	7,6	3,7	5,6	8,0	7,0	4,5	5,7	5,6
risultato	8,7	6,2	3,4	6,1	7,9	7,6	4,3	5,3	5,6
Partite correnti, percentuale del PNL									
P/O	-0,2	-1,8	0,9	0,4	-2,7	1,6	-0,4	—	0,7
risultato	-2,1	-5,3	-0,3	0,5	-10,2	1,9	-0,6	-1,3	-0,3
1980									
Tasso di crescita del PNL reale									
P/O	2,5	0,8	2,9	2,5	3,0	2,2	2,2	-1,0	1,9
risultato	1,2	-0,9	1,9	1,8	0,8	3,8	0,8	-0,2	1,3
Tasso di crescita del deflatore dei consumi privati									
P/O	7,1	9,8	4,5	9,6	13,0	14,5	6,8	12,7	9,1
risultato	6,3	11,0	5,2	13,5	18,2	21,4	6,5	16,1	12,1
Disoccupazione in percentuale della forza lavoro attiva									
P/O	8,8	6,1	3,4	6,8	7,8	8,4	4,3	6,6	6,2
risultato	9,3	6,2	3,4	6,5	8,9	7,5	5,8	6,9	6,0
Partite correnti, percentuale del PNL									
P/O	-2,2	-3,8	-0,5	-0,2	-7,3	1,0	—	-0,1	-0,3
risultato	-5,6	-4,1	-1,7	-1,3	-8,3	-2,6	-1,6	1,0	-1,5

Fonte: Commissione CEE. Le previsioni o gli obiettivi sono formulati nell'ottobre dell'anno precedente; i dati effettivi sono gli ultimi disponibili o — per il 1980 — le stime più recenti.

Per quanto riguarda il *Belgio*, la principale sorpresa spiacevole del 1979 è stata la debolezza delle partite correnti e della valuta; il tasso di crescita reale è stato rispettabile e il tasso d'inflazione contenuto nell'ambito del 4-5%, quasi al livello tedesco. L'espansione del credito totale interno ha praticamente seguito il cammino prefissato, dato che il finanziamento monetario del disavanzo pubblico ha ampiamente controbilanciato l'assorbimento di liquidità verificatosi attraverso il crescente disavanzo corrente esterno. Il franco belga è rimasto debole per tutto il 1979. A differenza di altre valute che avevano attraversato periodi di debolezza sul mercato dei cambi nel periodo pre-SME, il franco

belga non è risultato rafforzato dall'istituzione dello SME; è anzi rimasto alla, o vicino alla soglia minima dell'intervallo di oscillazione per la maggior parte dell'anno con periodi di accentuata pressione in aprile-maggio (quando il franco belga attraversò la soglia di divergenza per varie settimane) e di nuovo sul finire dell'estate prima del riallineamento del 24 settembre. I tassi di interesse belgi aumentarono significativamente, specie all'inizio dell'estate, con l'obiettivo esplicito della difesa del franco belga. Nel 1980 la crescita degli aggregati monetari rallentò ulteriormente e i tassi di interesse rimasero alti relativamente agli altri paesi della CEE, tenuto conto dei differenziali di inflazione. Si ebbe un miglioramento di competitività, anche se ciò non si è ancora riflesso nella posizione finanziaria del settore privato. Ma la bilancia di partite correnti continuò a peggiorare; il disavanzo, come percentuale del PNL, dovrebbe salire ulteriormente dal 5,5 del 1980 al 6,5 del 1981.

Il Belgio è un esempio del dilemma che si presenta quando un vincolo esterno impedisce di conseguire gli obiettivi di crescita interna e di occupazione; il tasso di disoccupazione è attualmente il maggiore della CEE. Ma è improbabile che il vincolo esterno sia allentato da una politica del tasso di cambio diversa da quella seguita all'interno dello SME. Un alto grado di indicizzazione dei salari tende a rendere i salari reali molto resistenti alla svalutazione; osservatori indipendenti (in particolare si vedano Drèze e Modigliani, 1981, e De Grauwe, 1980) sembrano concordare con l'opinione ufficiale secondo cui le cause del crescente disavanzo esterno sono costituite sia dalla sfavorevole composizione strutturale del settore dei beni commerciabili, sia dall'effetto ritardato della precedente rivalutazione in termini reali; fra il 1975 e l'inizio dello SME il franco belga si era rivalutato in termini nominali di circa il 10%, comprimendo i profitti nel già debole settore dei beni commerciabili. Alla prova dei fatti, lo SME si è dimostrato un meccanismo adeguato ad avviare un superamento di queste difficoltà con costi minimi in termini di inflazione. L'appartenenza allo SME ha permesso di stabilizzare il tasso di cambio effettivo nominale, con un declino del tasso effettivo reale. Se confrontiamo gli indici di costo e di prezzo dei beni commerciabili a partire dall'inizio dello SME, possiamo vedere che ci deve essere stato uno spostamento nella distribuzione del reddito a favore dei profitti e a favore del settore dei beni commerciabili. Le distorsioni che si erano accumulate nel periodo di apprezzamento reale vengono lentamente superate.

Si potrebbe sostenere che la politica pre-SME era errata, e che sarebbe stata preferibile una maggiore enfasi sul tentativo di influire direttamente sul tasso di inflazione nel settore dei beni non commerciabili, e sul costo del lavoro in generale. Le autorità belghe attualmente tentano di rafforzare con misure di politiche dei redditi gli effetti disciplinatori del tasso di cambio e del disavanzo esterno. Fin quando queste misure non riusciranno a migliorare il saldo delle partite correnti, ci si può continuare ad affidare a politiche fiscali relativamente espansionistiche per impedire che il già elevato tasso di disoccupazione aumenti ulteriormente. I mercati valutari continuano a reagire al rafforzamento del

marco tedesco all'interno dello SME spingendo il franco belga verso il limite inferiore dell'intervallo di oscillazione e oltre la soglia di divergenza. Ciò costituisce uno spiacevole vincolo di breve periodo per la politica monetaria; ma può trattarsi di un costo giustificato dall'aiuto che nel periodo più lungo viene dall'appartenenza allo SME per una politica antinflazionistica, orientata strutturalmente.

Fra il Belgio e la Danimarca vi sono alcune somiglianze per quanto riguarda lo squilibrio esterno. La Danimarca è entrata nello SME con una lunga storia di ampi disavanzi esterni e di apprezzamento reale. Nonostante un saggio d'inflazione superiore alla media nazionale, la corona danese si era rivalutata di circa il 10% in termini effettivi nel periodo 1973-76 grazie alla sua appartenenza al serpente e al mini-serpente. A partire dal 1976, il tasso di cambio della corona è stato modificato quattro volte per un totale del 18% nei confronti del marco tedesco (e del 14% nei confronti delle valute del Benelux) prima dell'inizio dello SME. Questa era approssimativamente la misura necessaria a mantenere la stabilità del tasso di cambio effettivo nei poco più di due anni terminanti con l'inizio del 1979. Ma vi sono molte indicazioni che la competitività danese ne era rimasta seriamente colpita. Tuttavia l'opinione ufficiale, molto simile a quella del Belgio, era che "l'opzione della valuta forte" offerta dall'appartenenza allo SME era sia possibile sia desiderabile per permettere un più facile finanziamento del disavanzo corrente nel lungo periodo mentre veniva ridotta l'inflazione e migliorava la competitività. Ma c'era la comprensibile preoccupazione che l'opzione si dimostrasse troppo forte, specie quando divenne chiaro che né la Gran Bretagna né alcuno dei paesi scandinavi (tutti importanti *partners* commerciali della Danimarca) avrebbero aderito allo SME (cfr. Thygesen, 1979b).

All'inizio, l'appartenenza allo SME ebbe l'effetto di favorire l'acquisto da parte di non residenti di obbligazioni danesi ad alto rendimento, generando in tal modo una situazione temporanea di maggiore liquidità in contraddizione con la situazione interna. Quando questo effetto fu in parte bloccato da interventi amministrativi, in parte esaurito nella primavera del 1979, ci si trovò di fronte a sviluppi più consueti. Il disavanzo corrente, che cresceva sia a causa del peggioramento delle ragioni di scambio, sia a causa della più rapida crescita della domanda interna, iniziò a ridurre l'offerta di moneta; quando a ciò si aggiunse un deflusso di capitali in seguito all'improvviso rafforzamento del marco tedesco nello SME, la corona fu spinta al limite inferiore dove rimase, alternandosi con il franco belga, per la maggior parte del periodo fino al riallineamento di settembre. Lo squilibrio sul mercato valutario fu accentuato da un'espansione relativamente forte del credito interno sia verso il settore pubblico sia verso il settore privato. In poco più di due mesi, il tasso di cambio centrale della corona fu svalutato due volte del 5% nei confronti del marco tedesco e per un totale dell'8% nei confronti delle altre valute dello SME. Mentre il primo di questi aggiustamenti fu parte di un riallineamento generale, il secondo fu una mossa a sorpresa decisa senza un minimo di formalità, cioè senza convocare una riunione del Consiglio dei Ministri.

Nel 1980 sia il tasso di crescita reale sia il disavanzo corrente diminuivano; con eccezione della Gran Bretagna, la Danimarca fu il solo paese della CEE a sperimentare un tasso di crescita negativo. Il tasso di inflazione aumentò, ma non più della media CEE, di modo che venne mantenuto il sostanziale deprezzamento reale del 1979. Il motivo principale di questo risultato fu l'eliminazione *ad hoc* di varie indennità legate al costo della vita subito dopo la svalutazione. In termini di tasso di cambio effettivo, la corona si deprezzò ulteriormente nel corso del 1980 in seguito alla tendenza al rialzo del dollaro, della sterlina e delle valute scandinave che erano collegate a panieri di valute in cui avevano un peso sostanziale le due principali valute non appartenenti allo SME. Ben lungi dal trovarsi intrappolata nell'"opzione della valuta forte", la Danimarca si trovò ad aver completato un aggiustamento verso il basso del suo tasso di cambio reale dell'ordine del 12-15% dall'inizio dello SME, a seconda dell'indicatore di costo o di prezzo che si considera. Poiché un cospicuo aggiustamento in questa direzione era chiaramente necessario a permettere l'aggiustamento di più lungo periodo del saldo corrente, possiamo dire che l'appartenenza allo SME, lungi dal produrre distorsioni nel tasso di cambio reale, nel caso danese ha favorito in misura considerevole l'aggiustamento reale.

A partire dall'estate del 1979 non si sono avuti seri problemi di controllo monetario. Le autorità danesi non annunciano alcun obiettivo per l'offerta di moneta poiché ritengono, come le autorità belghe, che l'elevato grado di apertura dell'economia rende necessario concentrare l'attenzione sull'espansione del credito interno; quest'ultima, e ancor più quella di M2, ha rallentato gradualmente nel 1980, specie a causa della debole domanda privata di credito. Nell'autunno del 1980 divenne possibile permettere tassi di interesse più bassi ed eliminare i massimali ai finanziamenti concessi da singole banche. In nessun momento vi fu una forte pressione sui mercati valutari. Nel complesso sembrerebbe che l'appartenenza allo SME ha reso meno operativo il vincolo esterno sulla politica monetaria di quanto sarebbe probabilmente accaduto con un diverso ordinamento valutario.

Nessun paese può essere stato sorpreso più dell'Irlanda dalle sue esperienze nello SME. Infatti l'Irlanda aveva aderito allo SME con gravi preoccupazioni che il suo elevato tasso d'inflazione e la forza delle altre valute le avrebbero potuto imporre un grado intollerabile di disciplina. L'abbandono del collegamento con la sterlina degli ultimi 150 anni per l'adesione allo SME (anche se inizialmente si pensava che pure la sterlina avrebbe ben presto aderito) era considerato come un passo importante per ridurre le aspettative inflazionistiche e la stessa inflazione. Di fatto si vide poi che aderendo allo SME l'Irlanda non aveva compiuto l'"opzione della valuta forte". Il tasso di cambio nominale effettivo si è deprezzato moderatamente, mentre parallelamente è migliorata la competitività, nonostante un'inflazione elevata e addirittura crescente. La spiegazione di questi eventi è rappresentata dalla massiccia rivalutazione della

sterlina e dall'elevata inflazione inglese. L'Irlanda si è ritrovata con un tasso di cambio fisso nei confronti dei suoi *partners* dello SME, che rappresentano meno di un terzo del suo commercio estero, e un tasso di cambio fluttuante verso il suo maggior *partner* commerciale, cioè l'opposto della prescrizione tradizionale.

In queste circostanze, il persistere di un elevato tasso di inflazione e di un'elevata crescita monetaria in Irlanda sono stati possibili nello SME senza alcuna pressione sui mercati valutari. In effetti, la sterlina irlandese non si è mai avvicinata alla sua soglia di divergenza, ma è rimasta, in media, più vicina al centro di gravità di qualsiasi altra valuta dello SME.

Nel corso del 1979 l'espansione del credito interno sia verso il settore pubblico sia verso quello privato ha ecceduto gli obiettivi, pur riducendosi gradualmente man mano che la crescita reale rallentava. La debolezza dell'economia irlandese è stata evidente nel disavanzo di partite correnti, che ha superato il 10% del PNL, cioè oltre il doppio di qualsiasi altro paese della CEE. Nel 1980 è continuata la decelerazione del credito interno, particolarmente verso il settore privato, e di M3, mentre il PNL reale ristagnava e il disavanzo esterno veniva ridotto a circa l'8% del PNL. I tassi di interesse toccarono un massimo all'inizio dell'anno; nella seconda metà dell'anno erano scesi al di sotto del tasso di inflazione corrente. Anche se per il 1981 si prevede un certo miglioramento nel tasso di inflazione e nel saldo esterno, è ovvio che l'Irlanda ha appena iniziato il processo di aggiustamento reale della propria economia. Non appena le valute dello SME si stabilizzeranno rispetto al dollaro e alla sterlina, l'Irlanda sarà doppiamente colpita da un apprezzamento effettivo più rapido che per gli altri membri dello SME e da un tasso di inflazione ancora di parecchi punti superiore alla media dello SME. Per correggere questo squilibrio non sarà sufficiente la politica monetaria, ma saranno necessari anche altri strumenti.

L'Italia ha aderito allo SME con almeno altrettanta preoccupazione dell'Irlanda e con un intervallo di oscillazione più ampio per la lira. L'esperienza del 1979-80 è stata varia: l'Italia ha avuto allo stesso tempo il più elevato tasso di crescita reale e il più elevato tasso di inflazione dello SME. La più ampia fascia di oscillazione è stata utilizzata per ottenere un certo deprezzamento della lira (all'inizio del 1981 la lira si era svalutata del 7-8% in termini di tasso di cambio effettivo), ma nonostante la competitività dell'Italia era peggiorata di circa il 10%. La svalutazione del 6% della lira nel marzo 1981 l'ha a malapena compensata.

All'inizio, l'effetto dell'appartenenza allo SME sulla lira è stato quello di rafforzare l'interesse per le attività finanziarie denominate in lire e quindi di rafforzare la valuta stessa. Senza alcun dubbio la lira sarebbe salita fino al punto di intervento superiore se le autorità non fossero intervenute nella primavera del 1979. La forza della lira creò un dilemma di politica economica: a causa del peggioramento dell'inflazione sembrava opportuno far aumentare i tassi di

interesse fino a renderli almeno positivi in termini reali; ma tale politica avrebbe indotto ulteriori afflussi di capitale e avrebbe sospinto la lira ancora più in alto. Le autorità scelsero di mantenere stabili i tassi di interesse a breve per la maggior parte del 1979 mentre facevano salire di poco i tassi di interesse a lungo. Quando aumentarono i tassi di interesse all'estero, il dilemma scomparve e i tassi di interesse a breve in Italia tornarono a salire a partire dall'ottobre. Alla fine dell'anno la creazione di base monetaria aveva fortemente decelerato ed era tornato a prevalere un atteggiamento di moderata restrizione monetaria.

La tendenza dell'economia italiana a crescere più velocemente degli altri membri dello SME ebbe termine nella primavera del 1980. Le cause principali sembrano essere state il peggioramento delle ragioni di scambio, severi problemi strutturali in alcuni settori, e l'impatto delle politiche monetarie restrittive. Gli aggregati monetari e creditizi (con l'espansione del credito totale interno come principale obiettivo di politica economica) decelerarono in modo significativo.

Mentre la lira si indeboliva all'interno dello SME, le autorità si trovarono di fronte a un dilemma di politica economica opposto a quello del 1979. Per smorzare le tendenze recessive le autorità avrebbero desiderato di permettere una caduta dei tassi di interesse; ma ciò avrebbe ulteriormente indebolito la lira obbligando a interventi per mantenerla nella fascia di oscillazione. Il conflitto fu risolto a favore delle considerazioni esterne, e le autorità spinsero verso l'alto i tassi di interesse per tutte le scadenze. L'esperienza italiana resta l'esempio più chiaro del potere delle misure di politica monetaria di difendere senza interventi massicci perfino una valuta la cui debolezza è ovvia. La politica monetaria è stata resa più complessa dall'appartenenza allo SME, ma è anche divenuta uno strumento anti-inflazionistico più efficace.

Il terzo paese nuovo membro dello SME, la Francia, aderì con meno esitazioni dell'Irlanda e dell'Italia non solo perché aveva un tasso di inflazione molto più prossimo a quello della Germania e degli altri paesi del miniserpente, ma anche perché considerava l'"opzione della valuta più forte" come un desiderabile elemento complementare della sua strategia antinflazionistica di più lungo periodo. Dopo l'abbandono delle politiche *stop-go* del 1974-76 con l'adozione del Piano Barre nell'autunno del 1976,⁴ e dopo che le elezioni parlamentari del marzo 1978 avevano cancellato l'eventualità di un rapido abbandono della politica di stabilizzazione del Piano Barre, la prospettiva di una stabilità di lungo periodo del tasso di cambio DM/FF si era rafforzata considerevolmente. In effetti, almeno apparentemente ci sono stati pochi problemi nel guidare il franco all'interno dello SME. Gli obiettivi monetari francesi — principalmente M2 — hanno continuato ad essere conseguiti più accuratamente che in altri paesi europei, grazie al modesto disavanzo pubblico

⁴ Per un resoconto della politica economica francese a partire dal 1973-74, cfr. BALASSA 1980.

— 1-2% del PNL negli anni più recenti, il più piccolo di tutti i paesi CEE — e alla decisione di finanziarne la maggior parte in forma non monetaria.

Nel 1979 il tasso di crescita del PNL reale, benché pari a quasi il 3,5%, fu insufficiente ad impedire un aumento della disoccupazione, mentre il tasso di inflazione superò il 10%. Poiché i redditi nominali aumentarono più rapidamente di quanto previsto nel formulare gli obiettivi monetari, non è sorprendente che vari indicatori mostrino una maggiore tensione dei mercati monetari nel corso del 1979. Nel 1980 gli aggregati monetari decelerarono ulteriormente, scendendo molto al di sotto del tasso di crescita del reddito nominale; il tasso di inflazione salì di circa tre punti percentuali mentre il tasso di crescita reale si indebolì leggermente. Il differenziale nei tassi di interesse a breve rispetto alla Germania aumentò di poco nella prima parte dell'anno, ma senza mai avvicinarsi a controbilanciare il differenziale del 7-8% nei tassi di inflazione. Infatti i tassi di interesse reali in Francia rimasero prossimi allo zero, mentre in Germania rimanevano fra il 4 e il 6%. Nella seconda metà del 1980 questa struttura dei differenziali di interesse creò pressioni all'interno dello SME. Nonostante un disavanzo di partite correnti non trascurabile — pari a circa il 2% del PNL nel 1980 — ci fu un tale afflusso di capitali che la *Banque de France* dovette intervenire al ritmo di circa 2 miliardi di franchi al mese per i primi nove mesi dell'anno. Il franco, che era stato la valuta più forte per la maggior parte del periodo fino al 1979, toccò il punto di intervento superiore nei confronti del marco tedesco in ottobre — come aveva già fatto sei mesi prima per un breve periodo — e ciò provocò una lieve riduzione nei tassi francesi di interesse a breve termine, e una regolamentazione più rigida degli afflussi di capitale. Il franco francese rimase molto forte fino al 1981 e raggiunse la sua soglia superiore di divergenza nel tardo gennaio.

La tensione fra il franco francese e il marco tedesco nell'inverno 1981 è stata spesso ricordata come l'esempio principale del comportamento assurdo a cui possono essere indotti i mercati valutari in seguito ad accordi ufficiali che distolgono l'attenzione degli operatori di mercato dai cosiddetti "elementi di fondo", cioè i tassi di cambio reali e i saldi di partite correnti corretti per eliminare gli effetti ciclici.

La forza del franco francese lungo più di un anno è sorprendente di fronte al deterioramento della competitività francese e al miglioramento di quella tedesca. Tale deterioramento tuttavia non va sopravvalutato. Il tasso di cambio nominale effettivo per il franco francese è assai prossimo al livello a cui si trovava all'inizio dello SME; ma in termini reali si registra un certo apprezzamento. Sarebbe comunque difficile sostenere che, almeno finora, lo SME abbia avuto un serio effetto di distorsione sul tasso di cambio reale del franco francese. Dall'altro lato finora la Francia ha apparentemente avuto poco successo nel cogliere i frutti dell'adesione a quella che per lei è chiaramente stata un'opzione di valuta forte.

Non sembra che lo SME abbia mai costituito un'opzione di questo tipo per i due membri con il più basso tasso di inflazione. È ben noto che in

Germania i timori espressi nel 1978 erano di tipo opposto, e cioè che la *Bundesbank* avrebbe visto minati i suoi sforzi a causa dell'inflazione importata sia direttamente attraverso i prezzi all'importazione sia indirettamente attraverso il forzato allentamento della sua politica monetaria. Lo SME sembrava inoltre la strada per una svalutazione reale del marco tedesco, nell'ipotesi che l'inflazione tedesca non avrebbe del tutto raggiunto quella all'estero, rafforzando così la tendenza a un avanzo tedesco di partite correnti, impopolare presso gli altri membri dello SME e forse dannoso per la Germania stessa nel lungo periodo in quanto ne avrebbe perpetuato la superindustrializzazione. (Cfr. Giersch, 1979, p. 36.) Per la maggior parte del 1979 gli eventi sembrarono confermare in parte queste opinioni. Non appena ebbe termine il rafforzamento iniziale di alcune delle valute più deboli, il marco tedesco salì considerevolmente, e l'economia tedesca sembrò comportarsi assai meglio della media CEE per quanto riguarda la crescita reale — quasi il 4,5% nel 1979 — mentre l'inflazione accelerò solo moderatamente dal tasso estremamente basso registrato nel 1978. Si fecero sentire, all'inizio con costi apparentemente limitati, gli effetti ritardati delle politiche fiscali espansionistiche adottate nel 1977-78. Come preannunciato, le autorità monetarie furono in grado di mantenere il tasso di crescita dell'obiettivo monetario prescelto, la moneta della banca centrale, nella parte inferiore dell'intervallo 6-9%.

In due occasioni le scelte di politica economica tedesca suscitarono un considerevole dibattito internazionale. La prima volta fu in maggio, quando la *Bundesbank* insistette a vendere dollari — perché riteneva che l'apprezzamento del dollaro fosse andato abbastanza oltre, particolarmente in un momento di rapido aumento dei prezzi del petrolio fatturato in dollari — anche dopo che il marco tedesco aveva iniziato a salire rapidamente nell'intervallo di oscillazioni dello SME. Ciò rese più difficile per le valute più deboli dello SME, e in particolare per il franco belga, evitare di toccare il punto di intervento inferiore. In questa occasione la Germania diede priorità a considerazioni interne, o forse alle sue responsabilità nel sistema monetario globale, rispetto a quelle derivanti dalla sua appartenenza allo SME; queste ultime avrebbero reso desiderabili delle consultazioni, in modo che all'inizio gli interventi per ostacolare il rafforzamento del dollaro avrebbero potuto essere compiuti dai paesi più deboli dello SME piuttosto che dalla Germania.

Il secondo e forse più significativo avvenimento fu un aumento nel tasso di sconto e nel tasso Lombard il 12 luglio 1979. Ciò si verificò in un momento in cui il marco tedesco era già la valuta più forte dello SME (a parte la lira), e senza dubbio contribuì alle tensioni dei due mesi successivi. Dopo che la Germania era intervenuta regolarmente in sostegno sia del dollaro sia delle valute deboli dello SME, le autorità tedesche convocarono un incontro a Francoforte il 23 settembre per esaminare la proposta di un riallineamento, consistente principalmente in una rivalutazione del marco tedesco del 2% (del 5% rispetto alla corona danese). I mercati valutari furono poi relativamente calmi per il resto

dell'anno, e il marco tedesco non mostrò una forza particolare: poco suggeriva gli ampi cambiamenti nei rapporti valutari che stavano per sopraggiungere.

Le partite correnti tedesche passarono in disavanzo nel corso del 1979, a causa principalmente del tasso di crescita della domanda in Germania relativamente più elevato che altrove. Inoltre divennero evidenti gli effetti ritardati dell'apprezzamento reale del marco nel 1977-78, con una significativa penetrazione delle importazioni.

Nel 1980 l'andamento dell'economia tedesca fu peggiore, sia rispetto all'anno precedente sia rispetto alle previsioni. La crescita reale rallentò e le esportazioni tedesche diminuirono addirittura in valore nella prima parte dell'anno. Il crescente disavanzo di parte correnti con l'aggiunta di un deflusso di capitali più che controbilanciò gli effetti di un più ampio disavanzo pubblico e di una crescente domanda di credito da parte del settore privato, e il tasso di crescita dello *stock* di moneta della banca centrale diminuì gradualmente fino a scendere al di sotto del prestabilito intervallo del 5-8%. Per il secondo anno di seguito la *Bundesbank* era andata al di sotto dell'obiettivo che si era prefissato, anche se questo fatto fu razionalizzato sostenendo che:

... "le autorità monetarie probabilmente riuscirono a restringere la 'cappa monetaria' sull'economia, che era stata troppo larga negli anni di forte rivalutazione del marco, a dimensioni meno inflazionistiche" (Rapporto mensile della *Deutsche Bundesbank*, dic. 1980, p. 5).

Nonostante questa dichiarazione di soddisfazione, la *Bundesbank* si trovò di fronte a una certa pressione nel dibattito pubblico perché diminuisse i tassi di interesse e riportasse la crescita della moneta della banca centrale all'interno dell'intervallo obiettivo. Ma contrariamente alla scelta compiuta nell'estate 1979, quando si era trovata di fronte al dilemma opposto, la *Bundesbank* non diede priorità agli obiettivi interni.

La riduzione dei tassi di interesse in Francia, Olanda, e qualche altro paese dello SME non ridusse in modo permanente le tensioni all'interno dello SME. Mentre il dollaro continuava a salire nel gennaio 1981 nonostante forti interventi delle autorità statunitensi, particolarmente con acquisti di marchi tedeschi, le valute francese e tedesca toccarono ancora una volta i loro punti di intervento giungendo entrambe vicinissime alla loro soglia di divergenza. In febbraio la *Bundesbank* intervenne con prontezza per rafforzare il marco sospendendo le aperture di credito "Lombard" alle banche tedesche. È ancora troppo presto per valutare le implicazioni di più lungo termine per la Germania dei controlli monetari e del funzionamento dello SME; qui meritano di essere ricordati solo due punti.

Il primo è che è risultato possibile spingere il marco tedesco, con un'azione decisa, ben sopra il centro della banda-SME (e in una posizione di significativa divergenza positiva). Il secondo e più importante punto è che è divenuto assai dubbio se sia possibile interpretare il comportamento recente come risolutivo

del dilemma fra obiettivi interni ed esterni a favore di questi ultimi. Data l'importanza strategica del tasso di cambio nella trasmissione degli impulsi inflazionistici, e il fallimento a ridurre il tasso d'inflazione nel corso dell'attuale recessione, un rafforzamento del marco tedesco contribuisce agli obiettivi interni oltre che al buon funzionamento dello SME: il dilemma non esiste più. In questa prospettiva è dubbio che le autorità tedesche siano state veramente impedita a perseguire obiettivi interni.

In termini di movimenti dei tassi di cambio lo SME nei primi due anni di vita ha funzionato grosso modo come previsto da Giersch. Mentre il tasso di cambio nominale effettivo è vicino al livello dell'inizio del 1979, il tasso di cambio reale effettivo si era deprezzato del 4-9% nel periodo che termina con il terzo trimestre del 1980, a seconda dell'indicatore prescelto, a causa del miglior andamento dell'inflazione in Germania. Se questa situazione si manterrà, dovrebbe più che compensare l'apprezzamento reale del 1977-78, e stimolare un forte miglioramento delle partite correnti.

In nessun paese della CEE il comportamento monetario della Germania è seguito con attenzione maggiore che in Olanda. Per la maggior parte degli anni settanta il fiorino è stato, a ragione, considerato un buon sostituto del marco tedesco. Di conseguenza, l'atteggiamento olandese verso lo SME è stato molto prossimo a quello tedesco, e le dichiarazioni ufficiali hanno sottolineato il desiderio di non fare del nuovo sistema un'opzione troppo debole. Tuttavia la posizione sottostante era un po' diversa.

Come la Germania, l'Olanda aderì allo SME dopo un periodo di forte apprezzamento in termini nominali. Pur se l'inflazione olandese è stata la più bassa della CEE dopo quella tedesca, il tasso di cambio reale effettivo del fiorino era leggermente salito, comprimendo i profitti e producendo tassi di investimento e di crescita reale ai minimi storici. La crescita reale a sua volta era stata stimolata da un settore pubblico in rapida espansione. La bilancia dei pagamenti non era fonte di problemi immediati, poiché il gas del Mare del Nord manteneva le partite correnti grosso modo in equilibrio, anche se non durevole. Questa situazione particolare di un'economia che perde gradualmente dinamismo attraverso una sopravvalutazione e un forte spostamento di risorse verso il settore pubblico, è stata battezzata "la malattia olandese", e permette di classificare l'Olanda come un caso intermedio fra la Germania e i due paesi più deboli del mini-serpente, il Belgio e la Danimarca. Ciò spiega perché il fiorino, ancor più del marco tedesco, aveva bisogno di un certo deprezzamento reale (cfr. ad es. Buiter e Purvis, 1980).

Questo obiettivo è stato conseguito nel 1979-80. Mentre il tasso di cambio nominale effettivo rimase stabile, il tasso reale si svalutò sia in termini di indicatori di costo, sia di prezzi all'ingrosso, sia del deflatore del valore aggiunto. L'apparentemente piccola rivalutazione reale nei valori unitari delle esportazioni suggerisce che era stata più o meno ricostituita la redditività. La crescita reale ha continuato ad essere debole, e la disoccupazione è salita. Il

tasso di inflazione e il disavanzo di partite correnti sono entrambi cresciuti, anche se non in modo drammatico.

Forse lo sviluppo più interessante nell'economia tedesca è stato il graduale allentamento nel corso del 1980-81 degli stretti vincoli che avevano precedentemente legato i tassi di interesse e gli eventi valutari olandesi e tedeschi. Quando il marco tedesco iniziò ad indebolirsi all'interno dello SME nei primi mesi del 1980, il fiorino se ne distaccò gradualmente; da maggio in poi le due valute si allontanarono sempre più, con il fiorino che saliva fino a competere con il franco francese per la posizione più elevata nell'intervallo di oscillazione. Gli interventi olandesi per contenere questo aumento divennero regolari e significativi. Queste nuove circostanze accrebbero l'opportunità di una politica dei saggi di interesse più indipendente da quella tedesca, il che appariva desiderabile per motivi sia interni sia esterni. Alla fine del 1980 i saldi sul mercato monetario olandese e i saggi sui prestiti bancari erano scesi al di sotto degli analoghi saggi tedeschi. Nel complesso sembrerebbe che l'autonomia monetaria olandese è cresciuta con l'adesione allo SME. Il tasso di crescita degli aggregati monetari è stato relativamente basso e stabile, mentre il rapporto di liquidità — l'obiettivo monetario principale, che esprime l'offerta di moneta in senso lato come percentuale del PNL nominale — è sceso significativamente nel 1979 ed è rimasto costante nel 1980.

IV. Alcune conclusioni provvisorie

Abbiamo iniziato questo articolo discutendo nella sezione 1 ciò che ci si attendeva dallo SME nel corso dei negoziati del 1978. Oltre alle più generali finalità politiche, venivano indicati due principali obiettivi economici: quello di consolidare i primi segni di un rovesciamento del lungo processo di esperienze divergenti all'interno della CEE, in particolare per quanto riguarda i tassi di inflazione, e quello di costruire una struttura valutaria europea più solida di quella del periodo 1973-78 di fronte all'instabilità del dollaro.

Anche se questi due criteri sono troppo vaghi per permettere una valutazione quantitativa, una conclusione provvisoria è che lo SME ha funzionato ragionevolmente bene per quanto riguarda il secondo obiettivo, e non troppo male per quanto riguarda il primo. I tassi di inflazione ancora una volta sono stati divergenti, ma meno che nel periodo 1974-76, cioè negli anni successivi al primo *shock* del prezzo del petrolio che costituiscono un termine di confronto più corretto degli anni immediatamente precedenti l'avvio dello SME.

Nella sezione 2 abbiamo esaminato gli argomenti di alcuni critici monetaristi dello SME. Ciò è sembrato interessante perché questi critici tendono ad approvare gli scopi dichiarati dello SME mentre ne disapprovano i meccanismi operativi. Essi hanno sostenuto che lo SME avrebbe avuto effetti indesiderabili perché avrebbe verosimilmente 1) minato i promettenti sforzi nazionali di seguire politiche monetarie basate su vincoli prefissati, 2) introdotto distorsioni ampie e inaccettabili dei tassi di cambio reali (della competitività) e 3) condotto a incoerenze, perché le regole del gioco non specificavano chi avrebbe dovuto aggiustarsi a chi.

Nessuno di questi tre timori sembra giustificato dall'esperienza dei primi due anni. Gli obiettivi monetari non sono stati minati, ma sono semmai stati realizzati più accuratamente che nel periodo 1975-78. I tassi di cambio reali sono variati, ma non molto, se ci si riferisce ai tassi di cambio effettivi. Cosa ancor più importante, i cambiamenti osservati sono stati nella direzione richiesta dal processo di aggiustamento. Come si è visto nella sezione 3, tre paesi che due anni fa si trovavano con la propria moneta sopravvalutata (Belgio, Danimarca e Olanda) hanno conseguito un aggiustamento reale con combinazioni diverse di inflazione inferiore alla media e di svalutazione nominale. Altri due paesi, la Francia e l'Italia, hanno sperimentato una rivalutazione reale a causa della loro inflazione superiore alla media; questi paesi hanno deliberatamente scelto un'opzione di valuta forte come parte di una strategia antiinflazionistica, e gli effetti distorsivi della loro rivalutazione reale sono rimasti finora modesti e sopportabili in termini delle prospettive per le loro posizioni di partite correnti.⁵

In breve, questa linea di ragionamento ci conduce alla conclusione provvisoria che lo SME, se non altro, non è stato dannoso nel modo previsto dai suoi critici, ma più verosimilmente è stato una base adeguata per l'aggiustamento sia complessivo sia di ciascun paese.

⁵ Occorre sottolineare che la mia valutazione è un po' più positiva di quella di alcuni altri osservatori o della principale fonte ufficiale (cfr. COMMISSIONE 1980, particolarmente 3.6-10). In parte ciò è dovuto al fatto che la nostra analisi dei mutamenti dei tassi di cambio reali è basata sui tassi effettivi più che sulle relazioni bilaterali all'interno della Comunità. Il primo dei due procedimenti sembra il più appropriato per valutare l'aggiustamento esterno complessivo di un'economia. Ma dal punto di vista più specifico dell'analisi del commercio e della competitività all'interno della CEE, i confronti bilaterali del tipo di quelli effettuati dalla Commissione ovviamente forniscono importanti informazioni aggiuntive: nella misura in cui i cambiamenti nella competitività bilaterale tendono ad essere maggiori all'interno dello SME di quelli misurati in modo più globale, i flussi commerciali seguiranno vie tali da creare squilibri maggiori tra i membri dello SME che nei flussi commerciali complessivi.

La rassegna delle esperienze nazionali nei sette paesi dello SME svolta nella sezione 3 mette in evidenza la forte differenza fra ambiente internazionale previsto ed effettivo. Prima del suo avvio all'inizio del 1979, lo SME era considerato dalla maggior parte dei suoi membri — da tutti all'infuori dei due paesi a basso tasso d'inflazione, Germania e Olanda — come una struttura favorevole alla disciplina monetaria interna. Il rafforzamento delle maggiori valute esterne allo SME, in particolare il dollaro e la sterlina, e il temporaneo indebolimento — causato sia da un ampio disavanzo di partite correnti sia da una sospensione del crescente ruolo di valuta di riserva — della moneta intrinsecamente più forte dello SME, il marco tedesco, hanno mutato l'adesione allo SME dall'attesa opzione di valuta forte a una struttura che si è dimostrata utile alla maggior parte dei partecipanti per conseguire miglioramenti sostanziali di competitività, facilitando l'aggiustamento reale, ma accrescendo l'inflazione. Per la Germania lo SME si è rivelato un freno alla svalutazione più che alla rivalutazione, come si era invece previsto alla luce delle esperienze del 1977-78.

Nel complesso questi sviluppi sono stati utili, ma significano che lo SME non ha ancora fatto fronte al suo compito più difficile, quello di fornire un ambito comune per ridurre le ampie differenze di comportamento che ancora prevalgono fra i paesi dello SME. Le differenze di comportamento non sono state ostacolate efficacemente, e i differenziali di inflazione permangono elevati. Di fronte alla pressione esercitata dalla crescente disoccupazione e dalla bassa crescita del reddito a favore di politiche fiscali più espansionistiche, particolarmente in alcuni fra i paesi a maggior tasso di inflazione — Irlanda, Italia, Francia e Danimarca —, sarebbe troppo ottimistico predire una prosecuzione della stabilità dei tassi di cambio intra-SME sperimentata in passato. Nei prossimi uno o due anni il compito sarà piuttosto quello di mettere a punto i necessari adattamenti dei tassi centrali all'interno dello SME in modo graduale e coordinato, piuttosto che attendere fino a quando le aspettative di cambiamento si impongono alle autorità. Ancor più importante nel lungo periodo è la necessità che le autorità nazionali delle economie più deboli percepiscano in modo più chiaro i pericoli che le loro valute correrebbero in seguito all'adozione di politiche fiscali ancor più divergenti, come le tendenze attuali sembrano suggerire.

NIELS THYGESEN

BIBLIOGRAFIA

- BALASSA, B. (1980), "Enjeu et Perspectives de la Politique Barre", relazione per la Conference on The Political Economy of France: Current Developments and Future Prospects, American Enterprise Institute, Washington D.C.
- BUTTER, W.H. e D.D. PURVIS (1980), "Oil, Disinflation and Export Competitiveness: A Model of the 'Dutch Disease'", *NBER Working Paper Series* n. 592, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.
- COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (1980), *Annual Economic Review 1980-81*, Bruxelles.
- DORNBUSCH, R. (1980) "Exchange-Rate Economics: Where Do We Stand?", in G.L. Perry (ed.), *Brookings Papers on Economic Activity* 1/1980, Washington D.C.
- DRÈZE, J. e F. MODIGLIANI (1981), "The Trade-Off Between Real Wages and Employment in An Open Economy (Belgium)", *European Economic Review*, Vol. 15.
- FRATIANNI, M. (1980), "The European Monetary System: A Return to an Adjustable-Peg Arrangement", in *Monetary Institutions and the Policy Process*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Volume 13, Amsterdam.
- FRENKEL, J. (1980) "Collapse of Purchasing Power Parities During the 1970s", *NBER Conference Paper Series* n. 73, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.
- GIERSCH, H. (1979), "Aspects of Growth, Structural Change, and Employment — A Schumpeterian Perspective", relazione per la Conference on Macroeconomic Policies for Growth and Stability. The European Perspective, Kiel.
- DE GRAUWE, P. (1980), "Symptoms of an Overvalued Currency: The Case of the Belgian Franc", *International Economics Research Papers*, Centrum voor Economische Studien, Katholieke Universiteit te Leuven.
- KORTEWEG, P. (1980), "Exchange-Rate Policy Monetary Policy and Real Exchange-Rate Variability", *Princeton Essays in International Finance*, n. 140.
- LEHMENT, H. (1980), "Exchange-Market Interventions and Monetary Policy: The German Experience", *IfW Working Paper* n. 111, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.
- LUDLOW, P. (1981), *The Making of the EMS, July 1977 — March 1979*, Londra (di prossima pubblicazione).
- OECD (1980), *Economic Outlook* 28, dicembre, Parigi.
- SALIN, P. (1979), *L'unité monétaire européenne: au profit de qui?* Institutum Europæum, Bruxelles.
- SPAVENTA, L. (1980), "Algebraic Properties and Economic Improprieties of the "Indicator of Divergence" in the European Monetary System", non pubblicato, Roma.
- THYGESEN, N. (1979a), "The Emerging European Monetary System: Precursors, First Steps and Policy Options", in R. Triffin (ed.), *EMS*, Banque Nationale de Belgique, Bruxelles.

- THYGESEN, N. (1979b), "Exchange-Rate Experiences and Policies of Small Countries: Some European Examples of the 1970s", *Princeton Essays in International Finance* n. 136.
- VAUBEL, R. (1978a), *Strategies for Currency Unification: The Economics of Currency Competition and the Case for a European Parallel Currency*, Kieler Studien 156, Tübingen.
- VAUBEL, R. (1978b), "Choice in European Monetary Union", *Ninth Wincott Memorial Lecture*, The Institute of Economic Affairs, Londra.
- VAUBEL, R. (1980a), "The Return to the New European Monetary System: Objectives, Incentives, Perspectives", in *Monetary Institutions and the Policy Process*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 13, Amsterdam.
- VAUBEL, R. (1980b), "Monetary Divergencies and Exchange-Rate Changes in the European Community", relazione preparata per la Conference on Economic and Monetary Union, Salford.
- DE VRIES, T. (1980), "On the Meaning and Future of the European Monetary System", *Princeton Essays in International Finance* n. 138.