

Commento di Wolfgang Rieke

1. Non posso sperare di rendere giustizia al contributo del professor Thygesen sia per il poco tempo a disposizione per la preparazione dei miei commenti, sia per la ricchezza di considerazioni con cui il professor Thygesen affronta un argomento davvero complesso. Non sarebbe difficile sbrigarsi alla svelta. Basterebbe soltanto richiamare qualcuno dei dati forniti nella tabella 1 (saggi d'inflazione) o nella tabella 2 (crescita, inflazione, occupazione, bilancia dei pagamenti) per concludere che non c'è stata convergenza e che non è in vista per il prossimo futuro.

La mancanza di progressi in vari campi cruciali delle economie nazionali è, ovviamente, una faccenda per se stessa seria. Ma è anche seria nel contesto dello SME, poiché solleva costantemente il rischio di crisi nei mercati dei cambi, pericolose per la coesione dei concordati tassi centrali di cambio dello SME. Nei due anni scorsi le conseguenze di movimenti divergenti in campi cruciali per la stabilità dei cambi fra le monete dei paesi partecipanti sono state mitigate soltanto dalla debolezza del marco rispetto al dollaro, debolezza che è giunta come una sorpresa per la maggior parte degli osservatori.

È vero che lo SME ha retto nella sua fase iniziale a taluni scossoni esterni particolarmente violenti, cioè al secondo balzo dei prezzi del petrolio e alle ripercussioni di tassi d'interesse piuttosto erratici negli Stati Uniti; e che può ben essere in grado di reggere a quelle che potrebbero essere chiamate, quando si verificassero, scosse interne dello SME. Ma ha retto grazie in parte al fatto che ambedue gli scossoni sembra abbiano colpito il marco più malamente di altre monete SME. Non voglio naturalmente dire che altri paesi SME siano stati meno danneggiati dai più alti prezzi del petrolio o dagli alti ed erratici tassi d'interesse americani (anche se questo può essere vero in taluni casi). Le loro monete però sono riuscite in una certa misura a sfuggire al destino di una moneta che è diventata un più ovvio mezzo alternativo al dollaro come moneta internazionale, e specialmente come moneta di investimento. Dato il balzo, nel 1979-80, degli avanzi OPEC in cerca di investimento, una rinnovata preferenza per il dollaro era destinata a ripercuotersi sul marco più gravemente che su altre meno preminenti monete di investimento e di riserva.

Parecchi fattori rendono conto della debolezza del marco, *in primis* il passaggio eccezionalmente netto a un disavanzo nella bilancia dei pagamenti correnti e il livello relativamente basso dei tassi d'interesse. La debolezza

potrebbe durare più a lungo di quanto taluni siano propensi a pensare. Ma alla fine è probabile che i tassi d'interesse americani si abbassino, che la bilancia corrente tedesca cominci a migliorare, e che di nuovo riprenda la fiducia nel marco come moneta alternativa al dollaro (o alla sterlina inglese) per l'impiego di fondi eccedenti. In tal caso, la mancanza di convergenza dei paesi della CEE nei campi che determinano i tassi di cambio (relativamente al dollaro e quindi all'interno dello SME) tornerà ad essere una situazione critica, dando luogo probabilmente alla prospettiva di un riallineamento dei tassi centrali. Per fortuna questa possibilità è espressamente prevista nello SME, e non è necessariamente un disastro, specie se gli aggiustamenti possono essere compiuti prontamente.

2. La fase più interessante dell'esperienza del biennio è stata quella dell'anno scorso, fino all'inizio del 1981, del periodo cioè che è coinciso con il riconoscimento generale, sia pure con notevole ritardo, di un "problema del marco". In un certo senso, l'esistenza dello SME ha contribuito, in questa fase, come allora è sembrato, a impedire un deprezzamento del marco più pronunciato di quello ritenuto giustificato guardando ai tassi relativi d'inflazione.

Anche se si reputa che la posizione dell'intero gruppo di monete SME (o dell'ECU, come taluno preferisce) rispetto al dollaro sarà in larga misura determinato dalla posizione del marco, l'esistenza dello SME può a sua volta avere ritardato il declino del marco al punto in cui è poi caduto — e dove certi economisti tedeschi avrebbero voluto che cadesse. Col senno di poi, si è però tentati di dire che se il marco, senza lo SME, sarebbe caduto più in basso rispetto al dollaro (e su una base ponderata), ciò avrebbe stimolato un'azione più tempestiva su taluni dei fattori sottostanti alla sua debolezza, per esempio sui troppo bassi tassi d'interesse in marchi.

C'è, naturalmente, anche la tesi secondo la quale l'illusione di cambi fissi nello SME avrebbe fatto sì che i flussi di capitale fossero attratti, in modo più esclusivo, da tassi d'interesse nominali piuttosto che da aspettative di variazioni dei cambi e correlativi rischi, così favorendo paesi ad alta inflazione e spingendo il marco al fondo della banda d'oscillazione. Ciò suggerirebbe che taluni paesi SME, se lo SME non fosse esistito, avrebbero potuto aver bisogno di più alti tassi d'interesse per mantenere i loro cambi a un livello equivalente. E se è vero che la Francia e l'Olanda abbassarono i loro tassi di interesse solo nella seconda parte del 1980 per attenuare le tensioni all'interno dello SME, si dovrebbe concludere che l'esistenza dello SME ha incoraggiato politiche nazionali divergenti e ha accresciuto la possibilità di conflitti tra obiettivi interni e obiettivi esterni.

Queste mie considerazioni sono in parte congetturali, come accade spesso di molte argomentazioni economiche, ma contribuirebbero a spiegare perché taluni partecipanti allo SME pensassero che la Germania avrebbe dovuto rialzare i tassi di interesse piuttosto prima che dopo, nell'intento di attenuare le tensioni entro lo SME e così evitare ad altri la necessità di ridurre i loro tassi

d'interesse e allentare la politica monetaria. Taluni di essi avevano giustamente, così sembra, la sensazione che i loro tassi d'interesse non fossero, dopo tutto, alti (è il caso del livello dei tassi reali in Francia). Il che di nuovo ci riporta alla domanda: che cosa sarebbe accaduto se lo SME non fosse esistito?

3. Thygesen ritiene, nel suo contributo, che di recente lo SME sia stato considerato dalla Germania come tale da accentuare un grave conflitto nel campo della politica economica. Così è sembrato in certi momenti, e a certi esperti. Due domande bisogna qui porre: a) c'è stato questo grave conflitto? b) l'esistenza dello SME lo ha davvero accentuato?

Nessuno potrà negare che il rallentamento dell'attività economica e l'aumento ovunque della disoccupazione hanno provocato forti preoccupazioni, e che ogni spazio disponibile di manovra dovrebbe essere usato sul fronte monetario per alleviare una simile situazione. In realtà, in Germania l'attenuarsi dell'inflazione nella seconda metà dell'anno sembrava concedere un certo maggior spazio di manovra. Il problema era (e ancora è), ovviamente, che il peggioramento della bilancia dei pagamenti correnti — e la pressione sul marco che da esso (e da altri fattori) deriva — non poteva essere semplicisticamente liquidato come un vincolo di poco conto. Non si tratta soltanto di valutare vincoli interni rispetto a vincoli esterni, nelle condizioni particolari in cui oggi viviamo a causa del persistere di ingenti avanzzi dei paesi petroliferi e delle conseguenze che ne discendono per la struttura dei pagamenti internazionali. Il fatto che i disavanzi delle partite correnti — così come accade dei movimenti nazionali d'inflazione — non siano principalmente determinati, in questa fase e in molti paesi industriali, dalla domanda non li rende problemi inesistenti per la politica monetaria. Se un conflitto sorge, è alla politica dell'energia, alla politica fiscale e alla politica dei redditi che si rivolge per averne aiuto per risolverlo sia in Germania sia in altri paesi.

Passo alla seconda domanda: lo SME ha davvero accentuato il conflitto? Le cifre sull'azione di intervento non indicano chiaramente che lo abbia accentuato, sebbene un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse e un allentamento della politica monetaria (com'era richiesto da taluni) avrebbero certo accresciuto le già ingenti somme impegnate a sostegno del marco. Peraltro, per quanto concerne gli interventi nei mercati dei cambi, due cose meritano di essere ricordate:

- a) nel periodo che stiamo considerando in questa prima fase dello SME, vi furono notevoli interventi in marchi da parte delle autorità americane, in aggiunta a quelli intrapresi dalla *Bundesbank* (e per suo proprio conto). In parte gli interventi americani erano motivati dal desiderio di costituire attività in marchi, in previsione del rimborso di "buoni e obbligazioni Carter" denominate in marchi;

b) gli effetti, sulla situazione monetaria interna, delle considerevoli perdite di riserve subite dalla *Bundesbank* sono stati, nel complesso, neutralizzati da varie misure monetarie (riduzioni degli obblighi di riserva, operazioni *swap*, ecc.).

Ciò solleva ancora una volta delicate questioni quanto alle reciproche relazioni tra interventi sul mercato dei cambi e politiche monetarie, questioni che non sono state adeguatamente trattate per quanto io possa giudicare. L'azione di intervento è troppo spesso considerata come uno strumento fondamentale per la stabilizzazione del tasso di cambio, senza tenere nel dovuto conto le sue implicazioni monetarie nonché le sue ovvie limitazioni quando non è sostenuta dalla politica monetaria.

4. C'è un ulteriore motivo di insoddisfazione per il funzionamento dello SME. Contrariamente agli espressi intendimenti dei capi di stato e di governo, la relativa stabilità dei cambi SME non è stata adeguatamente sostenuta da politiche nazionali intese a ridurre i tassi d'inflazione nei paesi associati con rapidità sufficiente a permettere un concertato passaggio a una politica più espansionistica. Guardando al tasso d'inflazione tedesco, la *Bundesbank* pensava l'anno scorso di potere un pò' abbassare, alla fine, i tassi d'interesse così da contribuire a sorreggere l'attività economica. Non si tratterebbe, per la Germania, di assumere di nuovo (come nel 1978) la parte di "locomotiva". Nessuno lo chiede alla Germania. E sarebbe pura follia chiederlo ad altri paesi con tassi di inflazione molto più alti. Ma nel loro stesso interesse e in quello dei loro associati, sarebbe desiderabile che tali paesi avessero successo più prontamente nei loro sforzi anti-inflazionistici, così da costituire una solida base dalla quale tutti i paesi — o la maggioranza di essi — possano sperare di avanzare di nuovo su un sentiero di sviluppo. È questa, in certo senso, l'essenza del problema della convergenza.