

SME e rapporti esterni

Nel dicembre del 1979, durante un seminario tenutosi a Ginevra, mi ero chiesto 1) se l'ECU potesse o dovesse fungere da mezzo di riserva, e 2) se potesse anche diventare una moneta internazionale d'intervento. Avevo risposto osservando 1) che il processo di diversificazione in corso, dal dollaro verso un numero limitato di altre monete, imponeva un peso particolarmente gravoso al marco tedesco e che forse si doveva preferire uno strumento dotato di più ampie basi, l'ECU, e 2) che quest'ultimo aveva scarse possibilità di diventare una moneta di intervento internazionale se non fosse stato detenuto e scambiato sul mercato privato.

Vorrei oggi cominciare con un breve commento sugli sviluppi e i mutamenti intervenuti dalla fine del 1979 sulla scena internazionale e all'interno dello SME. Alla luce di questi sviluppi, esporrò alcune riflessioni sui modi e i mezzi per giungere alla stabilità dei tassi di cambio. Dirò quindi la mia opinione sul contributo dello Sme alla stabilità monetaria internazionale e terminerò con alcune considerazioni sulla cooperazione con i paesi non membri.

La situazione economica e monetaria internazionale

Da un certo punto di vista, non sembra che dalla fine del 1979 si siano verificati grandi mutamenti. Ci troviamo infatti ancora di fronte agli stessi gravi problemi, e cioè ad elevati tassi di inflazione e di disoccupazione nella maggior parte dei paesi e a squilibri molto consistenti di bilancia dei pagamenti. È vero che diverse cose sono cambiate, ma purtroppo non si può certo dire che il quadro complessivo sia migliorato:

- malgrado gli sforzi considerevoli, l'inflazione è sempre fuori controllo, e in diversi paesi i prezzi crescono anche più rapidamente di un anno fa;

- notevoli aumenti dei prezzi petroliferi alimentano l'inflazione su scala mondiale e nello stesso tempo aumentano il loro impatto deflazionistico sui paesi importatori di petrolio;
- la nuova struttura dei prezzi petroliferi aggrava inoltre considerevolmente gli squilibri di bilancia dei pagamenti tra paesi esportatori e paesi importatori di petrolio, creando problemi particolarmente preoccupanti per i paesi del terzo mondo non petroliferi e per alcuni paesi OCSE minori;
- tra gli elementi positivi, vi è la crescente consapevolezza che, nonostante gli sgradevoli effetti di breve periodo sulla produzione e sull'occupazione, non esiste alternativa ad una costante e vigorosa lotta all'inflazione;
- purtroppo, di nuovo, questa lotta si basa quasi esclusivamente su una politica monetaria restrittiva, mentre nella maggior parte dei paesi la politica fiscale continua ad essere espansionistica e inflazionistica. Di conseguenza, il peso dell'aggiustamento ricade soprattutto sul settore e sugli investimenti privati. A sua volta, ciò ha effetti negativi sulle prospettive della crescita e della produttività nel lungo periodo. Da questo punto di vista, la maggiore considerazione rivolta dalla politica economica statunitense al "lato dell'offerta" potrebbe segnare una svolta davvero opportuna;
- come ulteriore conseguenza, i tassi di interesse sono ovunque in aumento. Da un punto di vista interno, ciò ha il positivo effetto di instaurare o conservare tassi di interesse reali positivi, il che è certo necessario se si vuole riuscire a controllare l'inflazione;
- d'altra parte, i più elevati saggi di interesse influenzano anche i tassi di cambio. Nel breve periodo, questo fattore è persino più importante dei differenziali dei tassi d'inflazione, determinando notevoli mutamenti nei tassi di cambio reali. Monete una volta ritenute deboli si avvantaggiano di tassi d'interesse nominali elevati, mentre monete cosiddette forti sono sotto pressione. È evidente che questa situazione non può prolungarsi all'infinito, e che i crescenti squilibri nei tassi di cambio reali gettano un'ombra inquietante sul futuro;
- la crescente consapevolezza delle conseguenze inflazionistiche di un cambio debole ha anche rafforzato il desiderio di prevenirne il declino. In una certa misura, ciò minaccia di portare a forme di

rivalutazione concorrenziale delle monete; e certo esiste una qualche forma di concorrenza anche nel settore dei saggi di interesse;

- altro fatto nuovo importante è stato il completo rovesciamento della situazione del dollaro e del marco tedesco. Poiché il rapporto tra queste due monete è cruciale per l'attuale sistema monetario internazionale, questo rovesciamento ha numerose implicazioni. Le cause sembrano abbastanza ovvie: politica monetaria restrittiva negli Stati Uniti, con saggi di interesse rapidamente crescenti e bilancia delle partite correnti in miglioramento, tassi di interesse inferiori, anche se crescenti, nella Repubblica Federale Tedesca e disavanzo record delle sue partite correnti. L'attuale situazione è l'inverso di quella del 1977 e 1978, quando la diversificazione dal dollaro al marco sottopose quest'ultimo a una forte pressione al rialzo. Questi movimenti mostrano chiaramente la vulnerabilità e la fragilità di un sistema con pluralità di monete di riserva.

Gli avvenimenti all'interno dello SME

Che cosa è cambiato e che cosa è rimasto immutato dalla fine del 1979?

Diversi elementi sono rimasti invariati:

- in primo luogo, non si sono avuti aggiustamenti dei tassi di cambio all'interno dello SME. Questo potrebbe essere considerato un grande successo, all'epoca non previsto da osservatori ipercritici. Sembra tuttavia opinione generale che il successo sia principalmente dovuto ad eventi che hanno poco a che fare con il funzionamento del sistema. Tornerò più avanti su questo punto;
- il Regno Unito continua a non partecipare allo SME, né sono in grado di dire se vi parteciperà in un prossimo futuro;
- si è dovuta rimandare la cosiddetta seconda fase del Sistema, originariamente prevista per il marzo 1981, né si sa come e quando verrà attuata;
- non si è fatto nessun passo avanti per ridurre le differenze economiche tra i paesi membri. I differenziali dei tassi di inflazione sono anzi più ampi di quanto fossero prima della creazione dello SME. È

tuttavia opinione generale che una riduzione delle divergenze sia la condizione più importante per il successo del Sistema nel lungo periodo;

- infine, non si è trovato nessun modo per coordinare meglio le politiche del cambio nei confronti del dollaro.

Ci sono stati anche diversi importanti mutamenti:

- in qualche caso è molto mutato l'andamento delle partite correnti. In particolare c'è stato il passaggio al deficit della Germania. I membri della Cee mostrano ora una maggior uniformità, nel senso che tutti i paesi, tranne il Regno Unito, sono in disavanzo;
- ancor più importante è il mutamento intervenuto nel rapporto tra marco e dollaro, almeno in parte dovuto al ruolo internazionale del primo, che ha avuto effetti notevoli anche all'interno dello SME. Credo sia anche giusto rilevare che, senza questa debolezza del marco di cui si è molto parlato, alcune monete tradizionalmente deboli all'interno dello SME si sarebbero trovate in difficoltà;
- in complesso, la stabilità dei tassi di cambio nominali non è il risultato di una convergenza delle situazioni o delle politiche economiche dei paesi membri, com'era nelle intenzioni dei fondatori dello SME, ma di altri fattori, quali la compensazione delle divergenze con i tassi di interesse e gli interventi sui mercati dei cambi. Ciò naturalmente solleva gravi interrogativi sul funzionamento dello SME nel lungo periodo;
- ricorderò infine che gli interventi resisi necessari per mantenere entro i limiti stabiliti i tassi di cambio hanno potuto, secondo valutazioni generalmente condivise, essere compensati da altre operazioni monetarie e non hanno avuto effetti sulla liquidità interna. Di conseguenza, malgrado i timori a suo tempo espressi da molti, finora lo SME non ha avuto effetti inflazionistici.

Come conseguire la stabilità dei tassi di cambio

È mia impressione, e mi sorprende, che alcuni importanti aspetti di questo problema non abbiano ricevuto molta attenzione, malgrado il loro considerevole interesse sia per i rapporti con l'esterno sia per il funzionamento interno dello SME. In breve, ci sono tre modi per stabilizzare i tassi di cambio:

- *Conseguendo una maggiore uniformità delle situazioni e delle politiche economiche.* È questo di gran lunga il modo migliore. Se le divergenze non sono importanti, non dovrebbero esistere gravi problemi per la stabilità dei tassi di cambio e le necessità di interventi sarebbero limitate. Questo è naturalmente l'obiettivo ultimo dello SME.
- *Compensando le divergenze economiche con la manovra dei saggi dell'interesse.* Il ricorso alla politica monetaria per compensare le divergenze è il metodo oggi seguito. Tale strategia richiede una manovra molto accorta quando sono in gioco diverse monete. Questo è particolarmente vero se una moneta importante o addirittura fondamentale come il dollaro resta fuori dal sistema. Inoltre, è improbabile che una tale strategia possa funzionare nel medio e nel lungo periodo, con l'intensificarsi delle pressioni per l'aggiustamento dei tassi di cambio reali.
- *Con interventi.* Spesso si trascura un importante effetto degli interventi, e cioè il loro effetto sulla liquidità interna e la misura in cui questo effetto è compensato da altre operazioni. Sorgono qui due problemi: 1) È desiderabile compensare l'effetto sulla liquidità? 2) Qual è l'effetto complessivo sulla liquidità, non soltanto dell'intervento in sé o di qualche operazione compensatoria, ma dell'insieme di tutte le operazioni monetarie all'interno? Si dovrebbe inoltre tener conto dell'effetto sulla liquidità per entrambe le monete interessate.

In base alla nostra particolare esperienza (Svizzera), gli interventi non hanno che un effetto limitato sul tasso di cambio della nostra moneta, se l'effetto sulla liquidità viene compensato da altre operazioni monetarie. L'efficacia degli interventi risente quindi negativamente delle operazioni tese a compensare l'effetto sulla liquidità. Nelle sue estreme conseguenze, ciò significherebbe che la politica monetaria interna dovrebbe essere completamente subordinata alle esigenze del cambio.

Nemmeno un ardente fautore dei cambi fissi probabilmente si spingerebbe tanto oltre. Si potrebbe però immaginare qualche soluzione intermedia. Possiamo chiederci su quale delle due monete interessate in un particolare intervento si voglia agire. Ad esempio, quando compriamo dollari contro marchi, lo facciamo per sostenere il dollaro o perché siamo preoccupati per la forza del marco? Naturalmente, gli effetti sulle due monete dipendono da molti fattori, fra l'altro, dalle

dimensioni relative dei due mercati. In linea di principio, possiamo però dire che nel primo caso si dovrebbe compensare l'effetto sulla liquidità rispetto al marco, ma non quello rispetto al dollaro. Nel secondo caso, quando cioè si ritiene che il marco sia troppo forte, si dovrebbe compensare l'effetto sulla liquidità rispetto al dollaro, ma non quello rispetto al marco. Questo principio dovrebbe valere per gli interventi sia della *Bundesbank* sia del *Fed*.

Il problema centrale resta quello di decidere quale moneta debba essere influenzata. Per risolverlo all'interno dello SME, si potrebbe usare l'indice di divergenza o un altro indice appropriato. Se sono implicate altre monete, la soluzione dovrebbe essere trovata con consultazioni tra i paesi interessati.

Non c'è dubbio che una politica d'intervento di questo genere subordinerebbe sostanzialmente la politica monetaria interna alle esigenze del cambio. Questo era ciò che avveniva in regime di cambi fissi e che abbiamo abbandonato passando ad un regime di cambi fluttuanti. Ci troviamo di fronte ad un fondamentale problema di priorità della politica economica: se il nostro obiettivo è la stabilità dei cambi, la linea d'azione è ovvia. Gli interventi possono soltanto essere strumenti di breve periodo. Nel medio e nel lungo periodo, una maggiore convergenza delle politiche economiche è l'unico modo soddisfacente per conservare la stabilità dei cambi. I miei suggerimenti per una politica d'intervento risponderebbero alle esigenze di breve periodo e nello stesso tempo contribuirebbero al conseguimento dell'obiettivo di medio periodo.

Queste considerazioni sugli interventi hanno rilievo principalmente per la situazione all'interno dello SME. Credo però che valgano anche per altre monete e per interventi in monete dello SME rispetto ad altre monete come il dollaro.

Il contributo dello SME alla stabilità monetaria internazionale

Mi soffermerò ora sul contributo dello SME alla stabilità monetaria internazionale, per la quale gravi problemi sono da risolvere: inflazione; stabilità dei cambi; aggiustamenti e finanziamenti delle bilance dei pagamenti; diversificazione delle riserve internazionali.

Inflazione. Secondo le decisioni del 5 dicembre 1978, la stabilità dei cambi non è l'obiettivo ultimo dello SME. Al di là di questa, il sistema dovrebbe contribuire ad una maggiore stabilità economica e soprattutto dei prezzi. Ciò significa che esso dovrebbe stimolare la disciplina dei paesi membri e che i suoi interventi e i suoi meccanismi di credito non dovrebbero avere sensibili effetti inflazionistici.

Se si guarda al recente passato, non c'è dubbio che le politiche interne dei paesi Cee, soprattutto di quelli con elevata inflazione, sono diventate più restrittive per combattere il deprezzamento interno ma anche per evitare quello esterno. In quale misura ciò è avvenuto grazie all'esistenza dello SME, o alla maggior consapevolezza interna dei problemi dell'inflazione, o a fattori esterni, quali la forza del dollaro?

Fino a poco fa lo SME si trovava in una situazione piuttosto inconsueta: le monete dei paesi con elevata inflazione erano piuttosto forti, mentre il marco tedesco, con la più bassa inflazione, era in condizioni di debolezza. Ciò significava che la pressione disciplinatrice dello SME si appuntava sulla Germania, oltre che sul Belgio, la cui moneta era anch'essa, ed è ancora, al limite inferiore della banda di oscillazione.

Per quanto riguarda i paesi terzi, non vedo a priori nessun motivo per cui l'esistenza dello SME debba avere di per sé un effetto vuoi inflazionistico vuoi disciplinatore. Dipende dal grado di stabilità all'interno dello SME, dalla politica nei confronti delle altre monete e dalla politica di paesi terzi nei confronti dello SME. Possiamo tuttavia ragionevolmente assumere che lo SME potrebbe avere un certo effetto disciplinatore sui paesi terzi, qualora riuscisse a conseguire al suo interno una maggiore stabilità dei prezzi.

Stabilità dei cambi. In Europa, lo SME nel corso degli ultimi due anni ha molto contribuito ad una maggiore stabilità dei cambi. Ciò ha avuto effetti positivi sugli scambi e sull'integrazione economica e, con tutta probabilità, anche sugli investimenti e sulla crescita. Qualche osservazione vorrei aggiungere in una prospettiva globale.

Su scala mondiale, non esiste attualmente nessuna alternativa praticabile alla fluttuazione e non vi è possibilità di tornare ad un regime di cambi fissi. Viene però sempre più ampiamente riconosciuto che una qualche "gestione" dei cambi flessibili è necessaria per evitare sviluppi molto pericolosi, in particolare esasperazioni massicce di movimenti dei

corsi. Le strette relazioni economiche tra i diversi paesi rafforzano l'esigenza di "amministrare" in comune i tassi di cambio e costituiscono un potente incentivo alla cooperazione.

Mi sembra perciò logico che la cooperazione e le consultazioni debbano partire su basi regionali. In una più stretta cooperazione tra paesi in condizioni economiche analoghe non vedo una minaccia alla cooperazione monetaria internazionale. Al contrario, concordando con la tesi sostenuta da Triffin in un articolo dell'anno scorso, ritengo che il successo dello SME possa costituire un esempio e un incentivo per il resto del mondo a realizzare una più stretta cooperazione nella "gestione" dei cambi.

Il miglior contributo dello SME ad una maggiore stabilità dei cambi su scala mondiale verrebbe perciò dal suo stesso successo. Se funzionerà bene, lo SME contribuirà anche a prevenire gravi perturbazioni nel sistema monetario internazionale.

I problemi di bilancia dei pagamenti. Lo SME dovrebbe fornire un quadro per tutti gli aggiustamenti possibili tra i paesi membri e per le necessarie agevolazioni quando un certo finanziamento sia inevitabile. È questo lo scopo per il quale lo SME è stato creato. In questo quadro potrebbero collocarsi operazioni di riciclaggio tra paesi in surplus e paesi membri nel caso in cui questi si trovassero complessivamente con un disavanzo di bilancia dei pagamenti. È invece difficile comprendere come e perché lo SME dovrebbe svolgere un ruolo importante nel riciclaggio tra paesi terzi in aggiunta all'attiva partecipazione dei suoi membri agli sforzi intrapresi da organizzazioni internazionali, quali il Fmi.

L'ECU come strumento di riserva internazionale. L'instabilità implicita in un sistema con pluralità di monete di riserva è nota in teoria ed in pratica. Conosciamo i problemi del sistema oro-argento, di quello oro-dollaro, di quello dollaro-sterlina e più recentemente di quello dollaro-marco, se mi si consente l'espressione.

Oggi il dollaro USA è la sola moneta che svolge tutte le funzioni della moneta su scala internazionale: unità di misura, mezzo di scambio, riserva di valore. Negli anni recenti sono emerse alcune altre monete nazionali di riserva, tutte però troppo "piccole" per svolgere un ruolo analogo a quello del dollaro.

A meno che il dollaro non rimanga stabile nel lungo periodo, e forse anche in questo caso, esisterà o potrà ancora esistere la necessità di una certa diversificazione. Tale processo di diversificazione presenta il grave limite di essere avviato, grosso modo, soltanto con riferimento alla funzione di riserva di valore. Come mezzo di scambio la posizione del dollaro è ancora sostanzialmente incontrastata. A mio avviso, il rischio di spostamenti da una moneta all'altra è in tale modo maggiore che se entrambe fossero usate come mezzo di scambio.

Se le monete nazionali non sono abbastanza importanti da assumere il ruolo di diffuso strumento alternativo al dollaro, perché non usare l'ECU? L'impiego dell'ECU come mezzo di riserva alternativo potrebbe certamente alleviare il peso gravante sul marco, causa del suo eccessivo apprezzamento nel 1978 e dell'esagerato deprezzamento attuale. Si potrebbero inoltre così ridurre le tensioni all'interno dello SME, nella misura in cui queste sono causate da forti oscillazioni nel rapporto tra dollaro e marco. L'impiego dell'ECU come mezzo di riserva porrebbe naturalmente qualche problema tecnico, per esempio il problema di determinare le modalità della sua creazione e del suo impiego. Ritengo inoltre che l'ECU possa assolvere un siffatto ruolo soltanto qualora ne venga consentito l'uso ai privati, così come avviene per i Dsp. Per procedere in questa direzione occorre fare ulteriori progressi verso un fondo monetario europeo.

Un presupposto essenziale è poi una convergenza molto maggiore tra le economie dei paesi membri. Finché esistono monete nazionali, anche all'interno dello SME, che sono chiaramente più o meno attratti dall'ECU a causa di aspettative di rivalutazione o di svalutazione, non si può sperare che l'ECU possa alleggerire la situazione di singole monete.

La cooperazione con paesi terzi

All'interno dello SME non si è finora molto discusso delle possibilità di una più stretta cooperazione con altre monete. Molto spesso si ascoltano lamentele sulla mancanza di politiche coordinate rispetto al dollaro. Con poche eccezioni, però, non sembra vengano avanzate proposte concrete per migliorare le cose. Delle monete diverse dal dollaro raramente si sente parlare, sebbene la risoluzione del 5 dicembre 1978 ponga in evidenza la possibilità di una più stretta cooperazione con altre monete europee.

Si dice spesso che lo SME non abbia una politica comune nei confronti del *dollaro*. Non mi sembra che sia vero. Come ha ricordato in un suo recente discorso van Ypersele, una politica comune esiste di fatto, giacché la posizione esterna dello SME è determinata dalla valuta chiave del sistema (il marco); esiste ovviamente nei limiti in cui le altre monete accettano questa supremazia e mantengono stabile il loro rapporto con il marco. Visto da un "estraneo", questo stato di cose non sembra necessariamente cattivo, fintanto che il rapporto chiave viene "amministrato" in modo responsabile. Si potrebbe perfino osservare che la formazione delle decisioni è più facile che non nel caso in cui una politica comune fosse determinata con consultazioni tra tutti i membri.

Si era talvolta deplorato che gli interventi in dollari nei confronti del marco avessero destabilizzato lo SME. Da ultimo lagnanze del genere sono cessate. In alcuni casi le autorità statunitensi hanno cominciato a intervenire su altre monete dello SME per evitare che questo subisse effetti destabilizzanti. Ciò mostra come sia possibile una più stretta cooperazione anche in mancanza di accordi formali.

Si dovrebbe seriamente valutare la possibilità di intensificare lungo queste linee la cooperazione tra dollaro e SME. In questo quadro, merita di essere ulteriormente considerata l'idea di van Ypersele di accordi *swap* dollaro/ECU tra il Fed e il Fecom. Ciò consentirebbe di scegliere in modo più sistematico la moneta dello SME che, data la situazione del momento, è più opportuno impiegare negli interventi rispetto al dollaro.

Quanto ho detto sulla cooperazione tra SME e Fed può essere esteso anche ad *altre monete*, quali lo yen o il franco svizzero. Tale cooperazione sarebbe vantaggiosa per entrambe le parti. Vi sono situazioni, all'interno dello SME, in cui la scelta della moneta d'intervento può creare problemi. Molto spesso, in passato, si è scelto di intervenire sul dollaro. Ciò potrebbe non essere opportuno, data la particolare posizione del dollaro. In queste condizioni, gioverebbe che fosse disponibile per interventi la moneta di un terzo paese.

Le autorità monetarie dei paesi esterni allo SME potrebbero trovarsi in condizioni analoghe. Esse potrebbero voler intervenire sul mercato dei cambi contro la propria moneta in un momento in cui interventi in dollari non sono convenienti per un motivo o per l'altro. Intervendo con una moneta dello SME, scelta tenendo presente la situazione all'interno del sistema, i paesi terzi potrebbero contribuire alla stabilità dello SME.

Non si tratta soltanto di ipotesi. Ricordo due casi in cui si sono verificati interventi in franchi svizzeri contro monete dello SME. In un

caso acquistammo la moneta di un paese membro quando questa era debole all'interno del sistema e il nostro franco era forte, talché dovevamo intervenire comunque. Nel secondo caso, quando il franco svizzero era relativamente debole, lasciammo che un membro dello SME la cui moneta era vicina al limite superiore del sistema acquistasse franchi svizzeri con la propria moneta.

Questi esempi mostrano che la cooperazione tra le banche centrali dei paesi dello SME e quelle di altri paesi possono essere vantaggiose per entrambi e che è possibile senza accordi formali. Posso tuttavia immaginare che un qualche genere di accordo sugli aspetti tecnici possa essere desiderabile, se si vuole che tale cooperazione venga applicata più spesso e in misura più consistente di quanto sia avvenuto in passato. Come ho ricordato in un'altra occasione, c'è, in particolare, il problema dei rischi di cambio e degli interessi pagati su titoli e obbligazioni in valuta estera derivanti da interventi. Una soluzione potrebbe consistere nell'esprimere questi titoli e obbligazioni in ECU e nell'applicarvi il saggio di interesse ufficiale in ECU. Si potrebbe inoltre concordare qualche norma per il regolamento delle operazioni o per concessioni di credito.

Senza addentrarmi ulteriormente in questi particolari tecnici, sono sicuro che in caso di necessità sarà possibile giungere ad accordi che siano nell'interesse reciproco. Da parte nostra (Svizzera) intendiamo continuare e rafforzare la cooperazione con le banche centrali dei paesi membri dello SME. Siamo anche pronti ad esaminare e a discutere qualsiasi possibilità di progredire in questo senso.

PIERRE LANGUETIN