

Lo SME e il sistema monetario internazionale: verso una maggiore stabilità *

1. Alcuni contributi teorici recenti in tema di aree valutarie ottimali

La letteratura sulle aree valutarie ottimali, che trae origine dai classici lavori di Scitovsky alla fine degli anni cinquanta e da quelli di Mundell e McKinnon all'inizio del successivo decennio, è stata recentemente arricchita da contributi teorici ed empirici sollecitati dal dibattito intorno alla costruzione e all'esperienza del Sistema monetario europeo, anche con riferimento alle relazioni di quest'ultimo con il dollaro. Particolare attenzione è stata innanzitutto dedicata al tema dei vantaggi derivanti dall'adesione a un'unione valutaria rispetto a un regime di fluttuazione libera in grado di isolare un'economia dagli "shocks" esterni.¹ Le conclusioni non sono univoche, poiché sono legate alle condizioni iniziali delle economie e al modo in cui le stesse interagiscono fra loro. Il risultato finale dipenderà:

a) dal comportamento dei prezzi e dei salari e dal grado di indicizzazione sia all'interno sia all'esterno del paese membro dell'unione;

b) dalla struttura del commercio e dalla dimensione relativa di quello intra-area (non è più sufficiente quindi considerare, come nei modelli tradizionali delle aree valutarie, il semplice grado di apertura dell'economia);

c) dal tipo di "shock", reale o monetario;

d) dalla correlazione, positiva o negativa, tra gli "shocks" qualora questi provengano simultaneamente dall'interno e dall'esterno dell'area.

* Ringrazio il dr. Giannandrea Falchi e il prof. Paolo Ranuzzi de Bianchi per i suggerimenti ricevuti. Sono grato anche al prof. Paolo Baffi e al dr. Rainer S. Masera per aver letto una precedente stesura di questo lavoro. La responsabilità per le opinioni e per eventuali errori resta soltanto mia.

¹ Cfr., tra gli altri, R.C. MARSTON, "Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates: The Effects of Real and Monetary Disturbances", in *Exchange Rate Theory and Practice*, edited by Bilson and Marston, NBER, Chicago 1982.

Ne consegue che, in termini puramente economici, la scelta di aderire a un'area valutaria dovrebbe essere ritenuta una decisione reversibile, analogamente a quanto avviene, ad esempio, nel campo della politica monetaria, in cui le autorità possono riesaminare e cambiare gli obiettivi intermedi secondo che lo "shock" venga considerato di origine monetaria o reale. Invece, l'adesione a un sistema di cambio, anche se sono previsti aggiustamenti secondo procedure date, richiede per principio un impegno totale e difficilmente revocabile, se si vuole mantenere la credibilità del sistema. La decisione di aderire a un'unione monetaria travalica quindi gli aspetti puramente economici e diventa politica.

Fra i presupposti dell'istituzione di un'area valutaria sono stati particolarmente messi a fuoco quelli del coordinamento delle politiche monetarie e della parallela costruzione di un sistema fiscale "regionale", flessibile e selettivo.² Quest'ultimo aspetto, di "armonizzazione fiscale", può condurre a concepire, accanto a un'unica autorità monetaria, l'unificazione di una parte dei bilanci pubblici, sotto il controllo di un'apposita istituzione centrale.

In vista della problematica delle relazioni tra lo SME e il dollaro, sono stati esaminati gli effetti di diverse strutture istituzionali nella soluzione del problema dell'"n-simo" paese.³ Dal punto di vista formale, il problema si riduce al noto paradigma secondo cui in un mondo a "n" paesi solo "n-1" saranno in grado di determinare il proprio tasso di cambio (oppure, in cambi fissi, il saldo della bilancia dei pagamenti). Nella realtà, il paese "n-simo" può svolgere una parte decisiva: basti ricordare il ruolo di economia residuale assunto dagli Stati Uniti nel sistema di Bretton Woods.

In un modello a tre paesi, di cui due formano un'area valutaria, se si ipotizza una gerarchia delle capacità di ciascuno di essi di perseguire politiche economiche indipendenti, può darsi che il paese terzo, grazie al suo peso economico e finanziario, determini liberamente sia il proprio tasso di crescita sia l'ammontare e la composizione delle proprie attività finanziarie sull'estero. Esso, fungendo da paese "n-simo", lascia che il tasso di cambio della propria moneta sia determinato indipendentemente. Poiché gli altri due formano tra loro un'area valutaria, la bilancia

² Cfr. R.S. MASERA, *L'unificazione monetaria e lo SME*, Il Mulino, Bologna 1980 e R.S. MASERA-R. TRIFFIN, *Introduction to Europe's Money: Problems of European Monetary Co-ordination and Integration*, edited by R.S. Masera and R. Triffin, Clarendon Press, Oxford 1984.

³ Cfr. G.C. MARTINENGO-P.C. PADOAN, *Lo SME e il dollaro - Interdipendenza e gerarchia nei rapporti tra aree valutarie*, Edizioni Scientifiche Italiane, 1983.

dei pagamenti bilaterale dovrà mantenersi in equilibrio nel medio periodo. Ciò implica che i membri dell'unione devono mantenere un tasso di crescita del reddito pressoché uguale.

Si possono distinguere due scenari. Un primo, di "dipendenza", presuppone che uno dei due paesi domini l'altro nelle scelte di politica economica. Supponiamo che il paese "dominante" persegua un obiettivo in termini di tasso di cambio con la moneta del paese terzo: è il caso, schematizzato, della Germania che aderisce a un accordo di cambio con gli altri paesi europei, ma guarda principalmente all'andamento del cambio marco-dollaro. Il perseguimento di questo obiettivo richiede che il tasso di crescita del paese "dominante" sia adeguato a quello dell'"n-simo" paese e che, di conseguenza, anche il paese "dominato" adegui il proprio tasso di crescita. Tale dipendenza riguarderà anche i movimenti di capitale tra i due paesi membri dell'area valutaria.

A risultati diversi si perviene ove si ipotizzi uno scenario di "cooperazione" all'interno dell'area. Se il paese "dominante" lascia che i propri rapporti di cambio si muovano per aggiustare le partite correnti, il tasso di espansione comune dei due paesi membri non è più vincolato e può essere oggetto di una scelta concordata. Alternativamente, i due paesi possono perseguire una politica comune nei confronti dell'altro paese, predeterminando una variazione comune del tasso di cambio delle rispettive monete nei confronti della terza e aggiustando di conseguenza la crescita del reddito.

L'ipotesi di una gerarchia nelle relazioni monetarie europee è stata sottoposta a verifiche empiriche, utilizzando un modello multilaterale delle funzioni di reazione delle autorità monetarie dei paesi aderenti allo SME.⁴ Il modello suddivide tutti i paesi aderenti agli accordi di cambio dello SME in tre gruppi: la Germania, che costituisce gruppo a sé; i paesi dell'area del marco; gli altri paesi. Le stime mostrano che, con l'attivazione degli accordi monetari europei, la libertà di manovra della *Bundesbank* nei confronti del dollaro, pur alquanto costretta, non è sostanzialmente venuta meno. Stime più aggiornate dello stesso modello hanno, peraltro, prodotto risultati meno significativi, facendo nascere l'ipotesi di recenti mutamenti strutturali.

Nell'ambito di questo lavoro, la breve incursione in alcuni recenti contributi teorici è utile per concludere che la motivazione economica è insufficiente a spiegare la formazione e la stabilità di un'area valutaria;

⁴ Cfr. G. BASEVI-M. CALZOLARI, "Multilateral Exchange Rate Determination: A Model for the Analysis of the European Monetary System", in *Exchange Rate Theory and Practice*, op. cit.

che la decisione di entrarvi a far parte ha natura essenzialmente politica; che le regole di comportamento al suo interno e verso l'esterno dipendono essenzialmente dal prevalere di rapporti di tipo gerarchico (dominazione-dipendenza) o cooperativo; che l'esistenza di un'area, favorendo una crescente integrazione dei suoi membri, è probabile che determini un'evoluzione delle loro interrelazioni, con riflessi quindi sulle regole di condotta.

Ripercorrere le tappe degli accordi di cambio in Europa e le più significative esperienze della loro vita, sembra a questo punto necessario: servirà a verificare se la storia è interpretabile alla luce delle ipotesi che la teoria ci fornisce.

2. L'esperienza degli accordi di cambio in Europa dopo l'abbandono del sistema di Bretton Woods

2.1. Il primo tentativo di area valutaria europea: il "serpente" (1972)

Il "serpente" europeo, nato nell'aprile del 1972 per mantenere la fluttuazione dei cambi fra le monete europee entro limiti più stretti di quelli permessi dal "tunnel" (secondo gli accordi smithsoniani stabiliti a Washington alla fine del 1971), già nel 1974 veniva definito da Valéry Giscard d'Estaing "un animale della preistoria monetaria europea". I sei paesi fondatori della CEE, che avevano dato vita al meccanismo di cambio, furono subito affiancati dagli altri paesi all'epoca candidati all'ammissione nella CEE: Gran Bretagna, Irlanda, Danimarca e Norvegia.

Il serpente si trovò fin dall'inizio in grande difficoltà ed ebbe vita travagliata. Dopo solo otto settimane di partecipazione, sotto la spinta di forti pressioni speculative, la sterlina fu costretta ad abbandonare il meccanismo; dopo pochi mesi anche la lira italiana dovette ritirarsi. Il marco tedesco fu ripetutamente rivalutato nei confronti di tutte le altre monete ancora partecipanti. All'inizio del 1974 il franco francese si trovò, a sua volta, nella necessità di abbandonare l'accordo di cambio.

Nonostante l'esperienza non buona dei primi anni, il serpente sopravvisse a lungo, anche se limitato alle monete "forti", continuando a servire da esempio e da richiamo per le altre monete europee. Alla fine del 1975, il franco francese tentò ancora una volta di aderirvi, ma senza

duraturo successo. Intanto, fiorivano progetti alla ricerca di nuove vie per far partecipare le monete "deboli" all'accordo di cambio, con modalità più elastiche del tipo "target zones". Essi non ebbero alcun seguito concreto.

Alle ragioni economiche congiunturali si sommarono altre cause nell'ostacolare la realizzazione in quegli anni di una più ampia zona di stabilità controllata dei tassi di cambio. Una fu senza dubbio l'insufficiente volontà politica di alcuni protagonisti. Nelle banche centrali vi erano diffuse perplessità circa le conseguenze di un ritorno a cambi fissi o semi-fissi in un'area estesa, che avrebbe potuto compromettere l'autonomia delle politiche monetarie nazionali in una fase di turbolenza e d'incertezza. Allo stesso tempo, permaneva lo scetticismo di molti responsabili delle politiche economiche nazionali sull'efficacia di una strategia mirante a legare artificialmente fra loro le monete di economie strutturalmente così diverse.

La *Bundesbank*, soprattutto, non faceva mistero della sua avversione a un regime di tassi di cambio fissi, che considerava difficilmente conciliabile con le sue responsabilità monetarie e, quindi, con il controllo dell'inflazione. Anche se il governo di Bonn era politicamente sensibile ai temi della solidarietà europea, per ragioni storiche risultava arduo porre in dubbio valori fondamentali così strenuamente difesi dalla *Bundesbank*. In Francia, d'altro canto, era improponibile qualsiasi limitazione della sovranità nazionale. La Gran Bretagna, che aveva a mala pena accettato di partecipare al Mercato comune, non aveva interesse a spingere verso l'unione monetaria; essa preferiva, piuttosto, in quegli anni, usare lo strumento del cambio a fini espansivi. L'Italia, infine, pur ispirandosi in politica internazionale a saldi principi europeistici, si trovava a fronteggiare gravi squilibri economico-sociali che sconsigliavano l'assoggettamento della politica economica a vincoli e a rigidità. Le condizioni politiche ed economiche per dare luogo a una zona europea di stabilità dei cambi non erano ancora mature.

2.2. La seconda esperienza per la costruzione di un'area valutaria europea: lo SME (1978)

La decisione, quasi improvvisa, all'inizio del 1978 di riprendere il cammino verso l'unificazione monetaria in Europa fu la risultante di una molteplicità di fattori, fra i quali: la crisi della politica internazionale e specialmente delle relazioni fra Europa e Stati Uniti; il disordine eco-

nomico connesso con la profonda crisi in cui si dibatteva il dollaro; il cambiamento della situazione politica interna dei due principali paesi promotori di questa nuova iniziativa monetaria; le stesse relazioni personali dei due protagonisti, il cancelliere Schmidt e il presidente Giscard d'Estaing.

Dal punto di vista tedesco, la debolezza del dollaro causava ingenti afflussi di capitali in Germania; conseguentemente, il rafforzamento del marco nei confronti delle monete dei principali "partners" commerciali comprometteva la competitività dell'industria tedesca. A quest'ultima il ritorno a cambi stabili in Europa avrebbe certo giovato. D'altro canto, la *Bundesbank* continuava a opporsi a limitazioni della propria sfera d'azione e temeva che cambi fissi nei confronti di paesi con minore vocazione alla stabilità comportassero un pericolo di eccessiva creazione di liquidità e d'inflazione importata. L'adesione della Germania al Sistema monetario europeo fu sospinta essenzialmente dalla volontà del cancelliere, che impegnò il suo prestigio personale in quest'iniziativa di rilancio del processo di unificazione europea.

La Francia vedeva invece nella stabilità dei cambi la possibilità di riprendere il cammino della crescita economica e mosse verso l'adesione al sistema confortata dalla coincidenza di ragioni economiche con quelle politiche. Per l'Italia, infine, il problema era allo stesso tempo più semplice e più complesso. Sul piano politico, la volontà di procedere sulla via dell'unione europea non era mai venuta meno; su quello economico, i problemi e i pericoli, che il sistema avrebbe potuto comportare per l'economia italiana, erano rilevanti e ben presenti. Altrettanto coscienti si era, peraltro, dei benefici ottenibili dalla stabilità del cambio in termini di aggiustamento nel medio-lungo periodo. Alla considerazione di questi ultimi si sommò la volontà politica di non rimanere staccati dai paesi europei più avanzati.

2.3. *Il dollaro, lo SME e i riallineamenti delle parità centrali (marzo 1979-settembre 1985)*

Dalla sua nascita lo SME ha visto la propria vita determinata dal rapporto bilaterale dollaro-marco. Per lunghi periodi, l'apprezzamento della valuta americana ha creato quella tensione esterna che ha contribuito a tenere unite le varie monete partecipanti. In particolare, all'inizio del 1980, allorché la Riserva federale cambiò politica dopo la nomina di Volcker, si aprì una fase di rafforzamento del dollaro,

sostenuto da un notevole aumento dei tassi di interesse americani e da una politica fiscale altamente espansiva; l'indebolimento del marco si produsse anche nei confronti delle altre valute europee. Il periodo di tranquillità per lo SME continuò, nonostante i divergenti tassi di inflazione fra i paesi membri, fino all'inizio del 1981, quando la *Bundesbank* prese misure restrittive per proteggersi dagli alti tassi di interesse in dollari. La lira fu subito costretta a svalutare e verso la fine dell'anno questa tensione fra marco e dollaro provocò un generale riallineamento di tutte le monete nello SME, seguito pochi mesi dopo da una nuova svalutazione, questa volta del franco belga.

Il tentativo del marco di mettere in atto una politica "attiva" nei confronti del dollaro generò nuovamente tensioni interne al sistema che sfociarono in due crisi generali con nuovi riallineamenti per le monete partecipanti, nel giugno del 1982 e nel marzo del 1983. Da quest'ultima data fino allo scorso luglio, quando la lira venne svalutata "a freddo", v'è stato il più lungo periodo (oltre due anni) di calma all'interno del sistema, dovuto alla forza persistente del dollaro e alla corrispondente debolezza del marco, che è servita così a sopire le tensioni interne.

La relazione preferenziale e autonoma della politica monetaria e di cambio della *Bundesbank* nei confronti del dollaro, che è all'origine dei riallineamenti di carattere più ampio, può ricondursi a uno schema di dominazione-dipendenza che ebbe a manifestarsi in tutta la sua brutale semplicità in occasione del riallineamento dell'ottobre del 1981, allorché i paesi partecipanti si videro attribuire dal "partner" principale una sorta di pagella, con voti che automaticamente venivano a determinare le nuove parità centrali. Va subito aggiunto che l'esercizio del riallineamento ha avuto caratteristiche cooperative nel marzo 1983, il che forse non è del tutto estraneo alla buona tenuta delle parità concordate in quella sede, nonostante le difficoltà e la lunghezza del negoziato.

Sfuggono alla suddetta interpretazione quei riallineamenti della lira italiana, della corona danese e del franco belga che sono stati autonomi e frutto dell'incapacità delle politiche interne di determinare un andamento dell'economia convergente con il resto del gruppo.

3. La stabilità all'interno dell'area valutaria europea

3.1. *Lo SME e le differenti funzioni obiettivo dei paesi membri*

Dato il diverso peso che ciascun paese partecipante allo SME attribuiva agli obiettivi di politica economica — è noto infatti che la Germania privilegia il controllo dell'inflazione, mentre altri paesi danno più peso all'occupazione — non erano pochi coloro che ritenevano che difficilmente l'area di stabilità monetaria avrebbe potuto funzionare a lungo.

Tuttavia, dal 1979, nonostante gli otto riallineamenti delle parità centrali appena ricordati (mediamente uno ogni dieci mesi), significativi risultati sono stati ottenuti per quanto riguarda la variabilità dei tassi di cambio. Per tutte le monete partecipanti all'accordo, la variabilità dei cambi bilaterali è risultata, infatti, assai minore di quella registrata nei confronti del dollaro e notevolmente inferiore rispetto al periodo di fluttuazione precedente l'istituzione dello SME.

Al tempo stesso, si è potuto osservare come le politiche economiche dei paesi della CEE siano andate verso una graduale convergenza. Il tasso di crescita medio degli aggregati monetari è andato diminuendo; il migliore coordinamento delle politiche si è riflesso sull'accresciuta correlazione degli aggregati monetari. I tassi d'inflazione sono scesi nei paesi membri e, sebbene non sufficientemente, si sono ridotti i loro differenziali, mentre il tasso di disoccupazione si è mosso in maniera uniforme.

La maggiore coesione del sistema è stata anche agevolata in questo periodo dalla situazione economica internazionale, che ha costretto tutte le economie partecipanti a rivedere i propri obiettivi e a privilegiare il controllo dell'inflazione, oltre che dall'apprezzamento del dollaro che ha impedito il rafforzamento eccessivo del marco nei confronti delle altre valute dello SME.

L'inflazione è, o si avvia ad essere, sotto controllo nella maggior parte dei paesi europei, mentre rimane in tutta la sua gravità dappertutto il problema della disoccupazione. Nuove tensioni potrebbero sorgere nello SME se l'importanza attribuita all'obiettivo dell'occupazione risultasse diversa, come anche se dovessero essere adottate differenti politiche in materia. Dopo l'esperienza delle due crisi petrolifere, si può ritenere che non esiste più paese che possa considerarsi economia "chiusa". Ciò è soprattutto vero in Europa, dove i tassi di cambio

fluttuanti si sono dimostrati incapaci di isolare una singola economia dagli "shocks" esterni o di salvaguardarla dagli effetti di decisioni di politica economica prese fuori dai confini nazionali. Per il sistema economico del nostro continente, il coordinamento e la cooperazione in materia di cambi sono risultati sempre più necessari. L'esperienza dello SME è così servita come una lezione ai paesi partecipanti che sembrano oggi maggiormente disposti a far convergere le proprie funzioni obiettivo e a modificarne i parametri.

3.2. *Lo SME e la teoria del "public or collective good"*

Con il passaggio dal "serpente" allo SME, all'accordo di cambio tra paesi tradizionalmente legati al marco se ne sono aggiunti altri maggiormente indipendenti dalla politica monetaria tedesca. Ciò ha implicato una diversità delle funzioni di preferenza delle autorità di politica economica nei riguardi dell'accordo di cambio.

Per i paesi dell'area del marco la partecipazione allo SME, come in fondo quella al serpente, può giustificarsi con la cosiddetta "strong currency option", e cioè da un legame con una moneta, e un'economia, dal peso assai maggiore.⁵ L'economia più piccola è legata al paese più importante, oltre che da vincoli monetari, finanziari e reali anche da considerazioni di carattere politico. Da questo punto di vista il problema della desiderabilità del Sistema monetario europeo come fonte di stabilità monetaria può essere analizzato ricorrendo alla teoria delle scelte pubbliche applicata alle unioni monetarie.

Se si accetta l'idea che lo SME, in quanto area di stabilità monetaria, è un bene pubblico, sorge il problema della sua offerta. Quando l'unione monetaria comprende un paese di peso assai maggiore di tutti gli altri, l'offerta del bene pubblico viene garantita da quest'ultimo che si accolla una quota più che proporzionale dei costi di produzione del bene collettivo. Il paese maggiore, ovviamente, è disposto a sopportare tali costi se l'esistenza del bene pubblico gli risulta indispensabile.

Visto sotto questo angolo, è più facile comprendere sia la sopravvivenza del nucleo di base del serpente rappresentato dalle economie a

⁵ Cfr. N. THYGESEN, "The Emerging European Monetary System: Precursors, First Steps and Policy Options", in *The Emerging European Monetary System*, edited by R. Triffin, Bulletin de la Banque Nationale de Belgique, n. 4, avril 1979.

moneta forte attorno al marco, sia l'interesse della Germania a fungere da "leader". I paesi minori beneficiano del bene collettivo rappresentato essenzialmente da una zona di stabilità dei cambi, mentre la Germania è disposta a sopportare costi relativamente maggiori, ad esempio in termini di interventi, altrimenti indesiderati, a sostegno delle monete più deboli, poiché questa unione allarga la propria sfera di azione in tutte le politiche a livello mondiale. La desiderabilità di un'unione, a sua volta, aumenta con il crescere della percezione di una minaccia esterna. Dal punto di vista delle relazioni monetarie e di cambio, la minaccia è rappresentata dall'instabilità proveniente dal resto del mondo. Nel contesto dello SME, l'instabilità è quella associata alla variabilità del dollaro. La teoria della "public choice" sembra indicare che la struttura valutaria a "piramide", che caratterizza lo SME, continuerà a costituire un forte incentivo al mantenimento degli accordi per quel che riguarda il nucleo dei paesi a moneta forte che ruotano intorno al marco.

Diverso è, invece, il discorso per i paesi maggiormente indipendenti nei confronti del marco come l'Italia e la Francia, perché per tali paesi il bene pubblico, rappresentato da una zona di stabilità dei cambi, potrebbe costituire un incentivo insufficiente a sopportare i costi di adesione senza che ad esso si affianchi in misura adeguata il bene pubblico della crescita. E' un risultato noto della teoria dell'azione collettiva che con l'ampliarsi della dimensione del gruppo diminuisce la capacità di quest'ultimo di produrre un bene pubblico e di concertare, e mettere in pratica, una strategia comune verso l'esterno. Questo risultato, se esteso ai problemi di un'area di stabilità di cambio, fa sì che più elevato è il numero dei paesi membri, maggiore è la frequenza dei riallineamenti necessari per mantenere la stabilità e più elevati sono i costi di contrattazione per realizzarli.

La teoria delle scelte pubbliche applicata agli accordi di cambio dello SME permette di considerare sotto una luce diversa il problema dell'"n-simo" paese. In un sistema a valuta di riserva nazionale, il paese che l'emette, proprio grazie a tale posizione, può assumere il ruolo di "n-simo" paese; di fatto, accetta l'onere di offrire il bene pubblico della stabilità monetaria, sopportando il costo rappresentato da una limitata libertà nella gestione della politica monetaria a livello nazionale. In un sistema con obiettivo di cambio come lo SME, in cui gli strumenti di riserva oltre ad essere più di uno sono di qualità diversa, la soluzione del problema dell'"n-simo" moneta non è immediata e deve essere definita per mantenere l'equilibrio del sistema.

3.3. *L'ECU e la scelta della moneta dell'area europea*

Dal punto di vista sia analitico sia politico, la differenza tra il serpente e lo SME è data dalla presenza dell'ECU, definita a suo tempo pilastro del sistema. E' proprio con la previsione di una moneta comune che l'area valutaria incentrata su un accordo di cambio tende a trasformarsi in una zona monetaria, con una propria identità definita sia dal metro sia dagli organi e dalle regole per la sua emissione.

Anche l'ECU può essere reinterpretato alla luce della teoria che paragona la creazione di un'area di stabilità monetaria alla produzione di un bene pubblico.

Una prima soluzione potrebbe essere quella di far coincidere l'ECU con il marco tedesco. Questa scelta, la più semplice dal punto di vista istituzionale, darebbe il monopolio e la responsabilità della produzione del bene pubblico della stabilità monetaria alla politica di un singolo paese membro, il quale dovrebbe accollarsi i costi dell'offerta del bene collettivo, che potrebbero risultare più che proporzionali rispetto ai benefici derivanti dal "signoraggio". D'altra parte, gli altri paesi membri, non coinvolti nella produzione del bene pubblico, accetterebbero di aderire alla zona di stabilità di cambio e riconoscerebbero la "leadership" monetaria solo se rimanesse alta la qualità del bene pubblico così prodotto; non partecipando attivamente, si sentirebbero legati solo dal vantaggio che potrebbero derivarne indirettamente.

Invece, in un sistema a valuta di riserva sovranazionale (o a valuta paniera come l'ECU) la produzione del bene pubblico della stabilità monetaria potrebbe essere affidata non alla politica monetaria di un singolo paese, bensì trasferita mediante accordo a un'autorità dotata di sovranità propria, che potrebbe accentrare la potestà monetaria o solo coordinare le politiche delle banche centrali dei vari paesi partecipanti. In altri termini, la produzione del bene pubblico della stabilità non dipenderebbe dalla volontà di un singolo paese di accollarsi i costi di offerta, ma da un accordo cooperativo.

I meccanismi di formazione delle decisioni comuni richiederebbero per lo SME un significativo salto di qualità. Una maggiore cooperazione diventerà tanto più probabile quanto più elevato sarà il grado di volontà e di fiducia reciproca che prevarrà tra i soggetti interessati alla produzione e al consumo del bene collettivo. Tale volontà comune è anche funzione crescente delle istituzioni e degli accordi che possono essere introdotti.

3.4. *Il ruolo dell'ECU*

Il cammino dello SME prevedeva, oltre alla "fase uno", costituita essenzialmente dall'accordo di cambio oggi esistente, un secondo stadio incentrato sulla creazione permanente di ECU e su di un meccanismo che ne assicurasse la crescita equilibrata. La "fase due" non sembra prossima, ma lo sviluppo dell'ECU nei mercati privati ha conosciuto una dinamica propria che ha superato i ritardi istituzionali: l'espansione dei crediti privati e delle obbligazioni in ECU è stata molto incoraggiante, mentre più limitato è l'uso di questa moneta nelle operazioni commerciali. Tuttavia, si può facilmente prevedere che, per continuare la propria espansione, l'ECU necessita di istituzioni che gli conferiscano un'esistenza meno aleatoria. Alcune di queste istituzioni, come quella di un "clearing system", non hanno bisogno di una decisione ufficiale, anche se il ritardo in questo campo può far sorgere dubbi su questa affermazione.

Oltre al noto problema del riconoscimento all'ECU dello "status" di valuta da parte di tutti i paesi membri, rimane quello di una "costituzione" dell'ECU e dello SME, che possa servire, non a sostituire le strutture monetarie esistenti nei singoli paesi, ma a creare un sistema finanziario parallelo a livello europeo. Se l'ECU potrà svolgere questa funzione e al tempo stesso mostrare la sua "qualità" di valuta meno soggetta al rischio di cambio, anche se non adottata come unica moneta legale dai paesi membri, essa assumerebbe i requisiti per sviluppare un ruolo di riserva. L'affermazione dell'ECU, oltre che come mezzo di scambio e di investimento, anche come valuta di riserva internazionale, contribuirebbe in non piccola misura a una maggiore stabilità dell'attuale mondo multipolare.

4. *Le relazioni tra aree valutarie*

4.1. *La posizione degli USA*

L'atteggiamento degli Stati Uniti nei confronti dello SME e dell'ECU non è univoco. Da una parte, l'autorità politica americana al più alto livello, seguendo una tradizione che va indietro di molte Amministrazioni, è favorevole, *a priori*, a qualsiasi proposta monetaria

che possa servire all'unione dell'Europa. Dall'altra, a livello dell'autorità di politica economica, la posizione è piuttosto agnostica nei riguardi dello SME. Qualche attenzione è stata dedicata al problema, eventuale, che una zona di collaborazione monetaria in Europa possa comportare restrizioni sui movimenti dei capitali o il ritorno a un rigido sistema di cambi fissi tale da rendere più difficili riaggiustamenti a livello mondiale. Per i responsabili del Tesoro americano e della Riserva federale non esiste, in sostanza, una vera preoccupazione circa l'emergere di una moneta di riserva europea che possa fare concorrenza al dollaro. Sembra, dunque, prevalere un atteggiamento di "benign neglect" nei confronti di questa esperienza europea che cerca di rendere possibile una zona di stabilità dei tassi di cambio.

L'interesse per lo SME e per l'ECU è, invece, molto vivo negli ambienti accademici statunitensi che hanno prodotto studi importanti per l'analisi del comportamento e della validità di questo sistema di cambio. Mentre, come mi è stato raccontato, nelle riunioni operative del Consiglio della Riserva federale vi è di rado l'occasione di sentire pronunciare le parole ECU o SME, le proposte di una riforma del sistema monetario internazionale formulate dagli ambienti universitari americani, soprattutto a livello di analisi teorica, considerano fondamentale l'esperienza del sistema di cambio introdotto fra i paesi della CEE nel 1979. Lo SME viene spesso portato come esempio di meccanismo che, anche se limitato a un'area circoscritta, ha avuto successo nel contenere la volatilità dei cambi.

4.2. *L'instabilità del dollaro e l'esigenza di una comune risposta dei paesi dello SME*

Dal minimo storico registrato nel 1978, il tasso di cambio effettivo della moneta statunitense si è rivalutato raggiungendo una punta dell'80 per cento. Nei confronti del marco e dello yen, in termini reali, il dollaro si è rivalutato fino a un massimo, raggiunto recentemente, del 95 e del 65 per cento rispettivamente. Anche in una prospettiva di più lungo periodo, prendendo come punto di partenza gli accordi smithsoniani del dicembre 1971, il dollaro mostra un apprezzamento, in termini reali, di oltre il 40 per cento nei confronti del marco e del 10 per cento rispetto allo yen. Il rafforzamento del cambio reale della valuta americana, nel medio e nel lungo periodo, è stato inoltre accompagnato da un aumento della volatilità del cambio nel breve.

L'instabilità può essere fatta risalire a diverse cause, ma nessuna risulta completamente convincente. Le teorie di determinazione del tasso di cambio finora elaborate non hanno fornito spiegazioni soddisfacenti sull'andamento del dollaro negli ultimi anni. Naturalmente, l'impatto dei fattori che influenzano il cambio può variare da periodo a periodo; e il recente, continuo rafforzamento del dollaro è stato attribuito di volta in volta al crescente disavanzo del bilancio americano (e ai conseguenti alti tassi d'interesse), all'aumentata profittabilità degli investimenti negli Stati Uniti e anche alla ricerca di "sicurezza" che si ritiene possa essere fornita solo da quel Paese. Non esiste, tuttavia, proposta teorica credibile che possa suggerire che il dollaro abbia la possibilità di continuare a lungo termine la sua ascesa. Anche la domanda di dollari dovuta alla ricerca di un posto sicuro per i propri investimenti, essendo una domanda per redistribuzione di portafoglio, non può che essere limitata.

Nonostante tutte le incertezze che contornano la determinazione del tasso di cambio della moneta americana, che hanno spinto a usare anche modelli di tipo "random walk", la posizione più ragionevole dovrebbe rimanere quella di un'attesa che nel lungo periodo il cambio si muova nella direzione indicata dai differenziali di inflazione, e che deviazioni dalla parità dei poteri di acquisto non possano, nel tempo, che essere riassorbite.

L'eccessiva volatilità di breve periodo può essere spiegata, anche in questo caso, da teorie e fattori diversi. La variabilità viene a volte, infatti, ricondotta a incertezza del mercato, a effetti di tipo "bandwagon", agli stessi interventi sui cambi delle autorità monetarie e, infine, al continuo aggiornamento dei dati dell'economia, spesso parziali e provvisori, interpretati in maniera diversa e contrastante.

L'instabilità della valuta americana ripropone la necessità, per i paesi aderenti allo SME, di definire una "politica comune nei confronti del dollaro". La formulazione di tale politica risulta, peraltro, difficile a livello sia concettuale sia pratico e rimane uno dei punti di maggiore controversia del sistema. Al riguardo, è opportuno sottolineare che, ove il marco non avesse un ruolo "speciale" nel sistema, il coordinamento delle valute europee nei confronti del dollaro risulterebbe assai meno difficile. Ma la moneta tedesca, oltre a essere l'unica ad avere anche un ruolo di riserva internazionale, ha una tendenza naturale ad apprezzarsi nello SME per la minore inflazione della Germania nei confronti degli altri paesi membri. Data l'elevata sostituibilità tra le attività denominate in dollari e quelle in marchi, a un deprezzamento del dollaro corri-

sponde un ulteriore rafforzamento del marco nello SME, e viceversa. Se non si vuole istituzionalizzare e radicalizzare il rapporto gerarchico all'interno dello SME e se non si vuole identificare l'ECU col marco, è necessario fare ricorso all'opzione cooperativa all'interno dell'area monetaria europea.

In tale situazione, la cooperazione dei paesi dello SME nei confronti del dollaro, oltre a evitare azioni e obiettivi tra loro incompatibili "ex ante", dovrebbe mirare alla ricerca di un tasso di cambio ECU/dollaro ottimale. Quest'ultimo dovrebbe risultare coerente, da un lato con l'obiettivo di ridurre le tensioni all'interno del sistema, dall'altro con la stabilità dei prezzi e con la crescita dell'occupazione.

Infine, anche se risulta meno dannosa di movimenti unidirezionali che possono portare il cambio a livello non sostenibile, la volatilità giornaliera del dollaro costituisce una caratteristica negativa per quella che è la principale moneta di riserva. Nel lungo periodo questa mancanza di stabilità potrebbe lasciare maggiore spazio sui mercati internazionali ad altre monete.

4.3. *L'andamento dello yen*

Tra le altre principali valute, lo yen è quella che ha mostrato, allo stesso tempo, un minore deprezzamento nei confronti del dollaro e una ridotta fluttuazione. Il tasso di cambio effettivo dello yen, in particolar modo, ha presentato movimenti molto contenuti, perché la perdita nei confronti del dollaro è stata compensata da un guadagno nei confronti delle altre monete. Questa stabilità dello yen è in buona parte dovuta all'andamento delle variabili fondamentali dell'economia giapponese, in particolare al persistente avanzo delle partite correnti, alla stabilità dei prezzi e alla crescita relativamente sostenuta del reddito. Inoltre, l'autorità monetaria giapponese ha privilegiato l'obiettivo di cambio rispetto a quelli interni.

Durante il periodo più recente, in seguito all'accordo con gli Stati Uniti tendente alla liberalizzazione dei mercati finanziari giapponesi e all'internazionalizzazione dello yen, si è registrato, contrariamente alle attese, almeno in una prima fase, un indebolimento della moneta giapponese, dovuto soprattutto a una fuoriuscita di capitali. Nel più lungo periodo, la deregolamentazione e l'internazionalizzazione possono rafforzare la posizione dello yen in maniera che essa rispecchi in modo più appropriato la forza fondamentale dell'economia giapponese.

L'uso dello yen sui mercati internazionali rimane, tuttavia, un'esperienza ancora da completare, anche se sembra un processo ormai avviato. Come mezzo di scambio nel commercio internazionale, infatti, esso mostra limiti evidenti. Mentre le esportazioni del Giappone sono per il 40 per cento denominate in yen, le importazioni vengono praticamente fatturate per la quasi totalità in altre monete. Questo risultato è dovuto al fatto che il Giappone importa quasi esclusivamente prodotti primari, commerciati in dollari. Se il Giappone non inizia a comprare più manufatti all'estero o almeno a denominare in yen le altre importazioni, quali il petrolio, i prodotti agricoli ecc., difficilmente i depositi denominati nella moneta giapponese presso il sistema bancario internazionale potranno accrescersi in modo significativo. Un largo mercato internazionale dei depositi in yen è, d'altra parte, necessario per lo sviluppo internazionale di questa moneta come valuta di investimento e di riserva.

4.4. *Le conseguenze per il commercio della variabilità dei cambi*

La variabilità dei tassi di cambio aumenta l'incertezza per gli operatori, scoraggiando così i flussi commerciali e di investimento fra i paesi: almeno questo è quanto ci insegna la teoria. Se gli operatori sono avversi al rischio, un più alto grado di incertezza non può che dar luogo a una riduzione dei flussi commerciali. L'instabilità del tasso di cambio può produrre uno spostamento della domanda e dell'offerta dai mercati esteri a quello interno. Oltre ai maggiori costi, può inoltre verificarsi una nuova distribuzione delle risorse fra le varie attività economiche come conseguenza dell'aumentato rischio nel settore del commercio internazionale. Questa riallocazione delle risorse produttive può provocare distorsioni. Movimenti importanti e persistenti dei tassi di cambio reali sono in grado di produrre spostamenti nei fattori di produzione, nei mercati e nei commerci. Ampie fluttuazioni dei tassi di cambio, soprattutto se prolungate nel tempo, tendono a moltiplicare i costi di aggiustamento, così da avere pesanti effetti sull'economia.

Naturalmente, gli operatori possono coprirsi dal rischio di cambio assicurandosi, ad esempio, sul mercato a termine, operazione che comporta, tuttavia, un costo. Ma quando tale mercato, soprattutto per il medio-lungo periodo, è limitato o inesistente, o quando l'operatore ha difficoltà a prevedere le scadenze di pagamento, il rischio permane e il costo aumenta.

Le fluttuazioni dei cambi dal 1973 a oggi sono state più frequenti, ampie ed erratiche di quanto si potesse prevedere; i mercati dei cambi hanno reagito agli "shocks" esterni, agli annunci di cambiamenti di politica economica, o anche solo a notizie, timori o ipotesi di comportamento con una forza che a volte è risultata eccessiva. Anche se la ricerca empirica in questo settore ha spesso incontrato difficoltà a dimostrare una correlazione negativa tra variabilità e volume del commercio internazionale, una maggiore stabilità dei cambi per favorire il commercio internazionale è non solo auspicabile, ma s'impone come una necessità politica, non appena la sopravvalutazione del cambio fa diventare non competitive le merci nazionali sia sul mercato interno, sia su quelli esteri. La perdita di occupazione nel settore industriale, il disavanzo commerciale in aumento, il crescente indebitamento netto sull'estero rendono la domanda di protezione dell'offerta nazionale sempre più forte ed esplicita. Nonostante gli impegni internazionali e una lunga tradizione liberista, la pressione negli Stati Uniti a favore di un "fair trade" è degna di studio e di meditazione.

5. **Come assicurare una maggiore stabilità tra aree monetarie**

La dislocazione che un cambio reale fortemente apprezzato crea nelle direzioni del commercio internazionale, gli effetti del medesimo sull'efficienza nel meccanismo di allocazione delle risorse, le conseguenze sociali di un processo accelerato di deindustrializzazione nei settori più esposti alla concorrenza internazionale, le pressioni politiche perché si ponga riparo con gli strumenti palesi e occulti del protezionismo commerciale a una concorrenza ritenuta ingiusta, sono tutti elementi che spingono alla ricerca di meccanismi atti a rendere meno instabili le relazioni di cambio. L'esperienza degli ultimi dieci-quindici anni si è incaricata di dimostrare che il mercato dei cambi, anche nel regime di flessibilità che caratterizza i rapporti tra le principali monete, non è in grado con le sue sole forze di prevenire la volatilità dei corsi o di limitare movimenti cumulativi che allontanano il cambio di mercato da quello coerente con una qualche definizione di equilibrio fondamentale dell'economia.

La ricerca di una minore instabilità ha indotto tesorerie e banche centrali, accademici e privati studiosi a ripercorrere le strade che l'espe-

rienza o l'analisi suggeriscono, secondo scale di preferenza che discendono direttamente dai giudizi di valore e dagli atteggiamenti politici dei loro portatori o delle organizzazioni da cui questi ultimi dipendono. Tra le proposte si possono distinguere quelle che fanno assegnamento sull'introduzione di regole e, talvolta, anche sul ruolo di alcune istituzioni, da altre che, invece, poggiano sulla capacità di giudizio e che risultano attraenti proprio per la flessibilità e la discrezionalità che comportano, caratteristiche più rispettose dei principi di sovranità che regolano le relazioni tra stati. Le prime possono qualificarsi come opzioni forti, le altre come alternative deboli.

5.1. *Il ritorno al tallone aureo*

Allorquando le condizioni monetarie, all'interno e all'estero, divengono particolarmente instabili, il richiamo dell'oro come misura e fondamento dei valori monetari diventa più forte, come la stessa Commissione sul ruolo dell'oro nei sistemi monetari nazionale e internazionale ebbe a riconoscere.⁶ Quest'ultima venne nominata negli Stati Uniti sull'onda della riaffermazione dei principi dell'economia di mercato patrocinata dall'Amministrazione Reagan. Il clima di restaurazione avrebbe potuto non solo ridurre il potere discrezionale della Riserva federale nella creazione di moneta attraverso l'assoggettamento di quest'ultima a un vincolo aureo, ma anche condurre al ritorno dell'oro al centro della scena monetaria internazionale per risolvere i problemi dell'inflazione, degli alti tassi d'interesse, dei disavanzi di bilancio.

Le complicazioni di una svalutazione progressiva del dollaro in termini di oro per permettere un accettabile saggio di crescita della moneta fiduciaria e la consapevolezza che essa equivaleva a una regola di crescita monetaria sotto mentite spoglie indussero la maggioranza della Commissione a raccomandare non la restituzione all'oro di un ruolo nel regolare l'offerta di moneta, ma studi per migliorare la condotta della politica monetaria attraverso, ad esempio, l'adozione di una regola di stabile accrescimento della moneta.

Sul piano internazionale, il ritorno al "gold standard" avrebbe significato il riflusso verso i cambi fissi, il che era antitetico al credo

⁶ Cfr. U.S. TREASURY DEPARTMENT, *Report to the Congress of the Commission on the Role of Gold in the Domestic and International Systems*, March 1982.

monetarista, favorevole alla completa flessibilità dei cambi e all'autonomia in politica economica che essa sembrava comportare. Inoltre, quand'anche fosse possibile conciliare gli interessi dei paesi detentori e produttori di oro e coagulare un consenso internazionale in favore del metallo giallo, rimarrebbe sempre da risolvere il problema della convertibilità in oro delle enormi quantità di valute oggi in circolazione. Il ritorno ai cambi fissi derivanti da un regime aureo resta una vaga aspirazione o al più una pietra di paragone; solo qualche autore, come R. Mundell, lo raccomanda, insieme al coordinamento delle politiche, quale alternativa all'attuale sistema monetario internazionale. I Ministri e i Governatori del Gruppo dei Dieci sia nella riunione di Roma (maggio 1984) sia in quella di Tokyo (giugno 1985), hanno escluso come irrealistico nel presente un ritorno ai cambi fissi.⁷

5.2. *La stabilizzazione dell'offerta di moneta mondiale*

La seconda, tra le alternative forti, non cerca la soluzione per una maggiore stabilità dei cambi nell'esperienza del passato, ma in un'estensione a livello mondiale del credo monetarista. Per rispondere in modo appropriato ai continui e imprevedibili spostamenti nelle preferenze internazionali di portafoglio — sostiene McKinnon — i paesi devono aggiustare le loro offerte di moneta nazionale al fine di stabilizzare i tassi di cambio.⁸ Inoltre, fluttuazioni cicliche nella moneta "mondiale", vale a dire nella sommatoria dei saldi per transazione dei paesi a moneta forte, devono essere evitate. Ciò significa, ad esempio, che la Riserva federale dovrebbe rendere la politica monetaria americana più simmetrica rispetto a quella di paesi quali la Germania e il Giappone.

Al modello di sincronizzazione che si ritiene sia prevalso negli anni '70 e agli inizi del presente decennio, andrebbe sostituito un comportamento di compensazione da raggiungere attraverso l'accordo internazionale. Secondo McKinnon, la causa dell'instabilità dei cambi è da ricercare nell'alto grado di sostituibilità, nel portafoglio degli investitori, di attività denominate nelle monete forti, che genera difficoltà nel controllo degli aggregati monetari a causa di frequenti sposta-

⁷ Cfr. MINISTERO DEL TESORO, *Il Gruppo dei Dieci e il miglioramento del sistema monetario internazionale - Il contributo italiano*, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, Roma 1985.

⁸ Cfr. R.I. MCKINNON, *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute for International Economics, no. 8, March 1984.

menti nella domanda di moneta. Interventi non sterilizzanti sul mercato dei cambi, intesi ad assecondare i mutamenti della domanda, sarebbero compensati da riduzioni dell'offerta di moneta negli altri paesi a valuta forte; l'invarianza dello "stock" complessivo di moneta garantirebbe, in questa logica monetarista, la stabilità del livello dei prezzi mondiali.

Le critiche che si possono muovere a uno schema che è sicuramente il più affascinante tra quelli avanzati di recente riguardano in primo luogo la sua fattibilità politica, in un momento storico in cui il meccanismo dei cambi flessibili e un'impostazione monetaristica sembrano conferire ai "policy-makers" dei principali paesi il massimo di autonomia in un mondo che resta comunque integrato. Secondariamente, obiezioni possono essere e sono state mosse sotto il profilo analitico; è stato detto che movimenti nei tassi di cambio dovuti a flussi di capitali si originano per variazioni nella composizione di portafogli costituiti da obbligazioni denominate nelle diverse valute, non per mutamenti tra valute; che all'origine dell'instabilità del cambio non necessariamente v'è una modificazione della domanda di moneta, ma può esservi un'alterazione della sua offerta connessa con le politiche di stabilizzazione. Anche volendo respingere quest'ultima critica come contraria allo spirito della proposta che è quello di mantenere inalterata l'offerta mondiale di moneta, resta il fatto che vi possono essere cause reali o finanziarie all'origine della turbolenza, per combattere le quali non sembra che lo schema di McKinnon nella sua semplicità e rigidità possa adeguatamente rispondere. Infine, vi sono obiezioni alla meccanica dello schema derivanti sia dal diseguale peso delle economie che dovrebbero assicurare la costanza dell'offerta mondiale di moneta con il loro comportamento compensativo, sia dalle condizioni iniziali del sistema; per rimanere in una condizione di equilibrio si richiede che la partenza del nuovo schema avvenga in condizioni di stabilità monetaria e finanziaria, il che ha indotto lo stesso autore a proporre un ingegnoso sistema che obbliga in una prima fase a stabilizzare, per la moneta deviante, il cambio reale, non quello nominale.

5.3. *La costituzione dell'autorità monetaria mondiale*

Sulla stessa linea di riforma radicale dell'attuale sistema monetario internazionale si trova un altro economista, R. Cooper,⁹ il quale, pur

⁹ Cfr. R.N. COOPER, "Is There a Need for Reform?", in *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods*, Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston, no. 28, 1984.

riconoscendo i meriti e l'utilità di un sistema di cambi flessibili, ritiene che nel lungo periodo esso non potrà dare risultati soddisfacenti a causa sia dei movimenti nel tasso di cambio reale che profondamente influenzano le economie nazionali, sia della tentazione, sempre presente in un sistema flessibile, di manipolare il cambio per esigenze nazionali, nel senso dell'apprezzamento al fine di contribuire alla lotta all'inflazione, o in quello del deprezzamento per ridurre la disoccupazione. In ambedue i casi, si tratta di esportare verso i "partners" commerciali il fenomeno che si intende contrastare.

Poiché il pericolo è previsto per il lungo termine, la trasformazione del sistema è ipotizzata per l'anno 2010, cioè tra un quarto di secolo, quando l'elettronica e il miglioramento delle comunicazioni di massa avranno fortemente modificato i nostri comportamenti e aumentato le nostre capacità di azione. In un sistema molto più sensibile e reattivo, movimenti nel tasso di cambio reale influiscono fortemente sui profitti, sulla produzione e sull'occupazione di un qualsiasi paese. D'altro canto, gli stessi fattori renderanno impraticabili un meccanismo di "adjustable peg" che richieda, sia pure di tanto in tanto, variazioni discrete nei tassi di cambio di mercato.

La conclusione che Cooper trae da un esame dei sistemi monetari internazionali che si sono storicamente succeduti, con riferimento alla loro capacità di contribuire all'aggiustamento, di soddisfare il fabbisogno di liquidità internazionale e di essere intrinsecamente stabili, è fortemente pessimistica. Ciò significa che nessun sistema ha soddisfatto contemporaneamente le tre condizioni indicate e che l'unica, anche se avveniristica, soluzione è quella di eliminare completamente la problematica dei cambi, il che si ottiene riducendo all'unità la moneta in cui avvengono le transazioni internazionali, la politica monetaria che la governa e l'autorità che l'emette.

Lo sforzo per delineare una costituzione monetaria del mondo industrializzato o almeno di quello occidentale, le possibili regole per il suo funzionamento e per la ripartizione del "signoraggio", la similarità con l'attuale struttura a livello nazionale quanto a compiti, responsabilità e posizione di autonomia dall'esecutivo sono certamente aspetti affascinanti da approfondire, non produttivi, però, di un significativo avvicinamento della proposta alla soglia della fattibilità politica.

Si preconizza l'unificazione delle responsabilità monetarie a livello sovranazionale, senza ipotizzare che il movimento sia preceduto o accompagnato da un processo di unificazione politica che francamente

sembra improbabile; del resto, l'esperienza storica degli stati moderni non sembra confortare la visione di Cooper e le difficoltà sul cammino dell'integrazione monetaria europea ne sono solo una conferma. Sotto un profilo più analitico, la possibilità ammessa da Cooper di una "fiscal policy" indipendente per ciascuno stato al fine di conseguire propri obiettivi nel campo dell'allocazione o della distribuzione delle risorse anche dopo la rinuncia alla sovranità monetaria senz'altro permane; tuttavia, se nella condizione di pieno controllo della leva monetaria un determinato obiettivo era conseguibile con un certo "mix" di politica monetaria e fiscale, dopo il trasferimento del potere monetario si potrà conseguire il medesimo obiettivo senza perdita di benessere soltanto se vi è perfetta sostituibilità dello strumento monetario con quello fiscale. Del che, nel mondo imperfetto in cui continueremo a vivere, è lecito dubitare.

5.4. *Il perseguimento contemporaneo di politiche sane e antinflazionistiche*

La filosofia che ha ispirato le posizioni e l'azione dell'Amministrazione americana nella prima parte degli anni '80 è un profondo scetticismo circa l'efficacia di regole con le quali si vogliono disciplinare i movimenti nei tassi di cambio. Norme che abbiano un reale significato sarebbero difficili, se non impossibili, da negoziare e si rivelerebbero alla prima prova effettiva inutili, poiché l'esperienza storica dimostra che nazioni sovrane saranno indotte a ignorarle o ad abbandonarle ogni qual volta tali regole si rivelassero effettivamente vincolanti.

La risposta quindi alla diffusa richiesta di una maggiore stabilità dei cambi sarebbe da ricercare, secondo il più illustre propugnatore di questa tesi, B. Sprinkel, in maggiori sforzi per promuovere sane e stabili politiche e per ottenere più convergenti risultati economici, poiché una importante fonte di instabilità dei cambi avuta in regime di flessibilità è stata la inadeguatezza delle politiche economiche, sia a livello macro sia a livello micro, nel rimuovere rigidità strutturali o nell'evitare che insorgessero problematiche come quelle dell'indebitamento estero e del suo servizio.

La derivazione monetaristica di questa impostazione si percepisce soprattutto nell'insistenza sulla stabilità delle politiche nel tempo e nell'individuazione della principale delle cause di turbativa sul mercato dei cambi nelle politiche stesse, definite inadeguate. L'economia del-

l'offerta fa anch'essa capolino attraverso il costante riferimento alle politiche microeconomiche e all'eliminazione degli ostacoli al libero dispiegarsi delle forze di mercato. Pertanto, sembra evincersi che una politica monetaria orientata a mantenere costante il tasso di crescita della moneta e l'azione della concorrenza su tutti i mercati sono condizioni necessarie e sufficienti per assicurare convergenza di risultati economici e quindi anche stabilità di cambio.

L'ignorare completamente la politica fiscale, quella di bilancio e la loro interazione con quella monetaria non consente di concludere che si tratta di condizioni sufficienti, come l'andamento recente dei cambi tra dollaro, marco e yen dimostra, nonostante la tendenziale convergenza delle politiche monetarie e l'atteggiamento favorevole a rafforzare la disciplina di mercato delle economie che emettono quelle monete. Una particolare caratteristica di questa impostazione è che essa sembra ignorare l'esistenza del ciclo economico o perché il perseguimento di politiche sane e stabili è in grado di eliminarlo o perché la sua forza è tale da non poter essere contrastata, sicché ogni tentativo di manovra anticiclica e di coordinamento per attuarla è velleitario e foriero di ulteriori squilibri.

La convergenza, perciò, è il risultato di una autonoma decisione di ciascuna economia di seguire la medesima rotta, possibilmente attraverso un "pilota automatico"; in caso di deviazioni, dovrebbe supplire la sorveglianza internazionale, volta soprattutto a identificare le politiche governative che impediscono un efficiente funzionamento dei mercati dei cambi e dei capitali e quelle che in generale sono distorsive del libero gioco delle forze economiche. Ne discende che ogni affidamento sugli interventi ufficiali nel mercato dei cambi è non solo inutile, ma contrario al principio di non interferenza, costoso per il pubblico erario e socialmente ingiusto, permettendo a privati speculatori di guadagnare a spese del contribuente.

5.5. *Il coordinamento delle politiche economiche*

Sull'altro versante vi sono coloro che ritengono che l'aderenza ai principi dell'autodisciplina, del mettere in ordine la propria casa non sia sufficiente a creare condizioni di stabilità nelle relazioni economiche internazionali e soprattutto sul mercato dei cambi. Il principio di sovranità, il diverso peso che le classi dominanti di ciascun paese assegnano ai vari obiettivi economici, gli sfasamenti del ciclo politico-

elettorale tra un paese e l'altro, il differente grado di apertura verso l'estero e in genere di integrazione economica delle diverse aree, il mutevole "mix" di politiche economiche, il convincimento che il ciclo economico possa e debba essere modificato per assicurare una soddisfacente crescita in condizioni non inflazionistiche, sono tutti elementi portati esplicitamente e, più spesso, implicitamente a sostegno della tesi che la stabilità sul mercato dei cambi non è perseguibile senza forme di coordinamento più o meno strette.

La *ratio* del coordinamento, da intendersi come processo per una gestione interdipendente delle politiche, risiede nella presenza di esternalità. Quando i costi o i vantaggi di alcune misure si riflettono al di là delle frontiere in maniera apprezzabile, le decisioni di politica economica sono in genere sub-ottimali in assenza di coordinamento per la naturale tendenza a sottoutilizzare gli strumenti che trasferiscono all'estero gran parte dei benefici e, viceversa, a fare maggiore assegnamento su quelli che scaricano i costi oltre frontiera. Il processo di internalizzazione attraverso il coordinamento rende meno discoste dall'ottimo le scelte di politica economica. Questa filosofia, che ha avuto gran voga negli anni '50 e '60 e che è stata la bandiera dell'OCSE, sembra riemergere dall'oblio a mano a mano che la fiducia nella capacità dei cambi flessibili di assicurare congiuntamente l'aggiustamento e l'autonomia delle politiche nazionali si va attenuando.

L'affermare la superiorità di politiche coordinate anche tra aree economiche non significa che sia sempre possibile giungere a un tale risultato, essendo il coordinamento atto volontario. Inoltre, anche quando esiste una disponibilità a prendere decisioni tenendo conto delle altrui azioni, non è affatto chiaro come il processo di coordinamento debba attuarsi, quali politiche debba riguardare, che peso dare alle diverse condizioni iniziali e soprattutto ai vincoli, spesso politici, di ciascuno dei partecipanti, in quali istanze e con quali tempi debba realizzarsi. D'altra parte, come acutamente osserva R. Cooper,¹⁰ non è sempre vero che regimi retti da regole come quelle del GATT o di Bretton Woods siano superiori all'esercizio continuativo dell'azione di coordinamento.

Di recente, tesi diverse sono state esposte a proposito degli "ambienti" più favorevoli a un rafforzamento procedurale e istituzio-

¹⁰ Cfr. R.N. COOPER, "Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies", in *Handbook of International Economics*, edited by R.W. Jones and P.B. Kenen, vol. II, North Holland, 1985.

nale dei meccanismi per il coordinamento macro-economico. Partendo dalla constatazione che neppure il Gruppo dei Cinque si è dimostrato particolarmente efficace nell'esercitare una pressione collettiva per indurre gli Stati Uniti a seguire politiche meglio intonate con le responsabilità internazionali, S. Marris propone di riportare il processo di cooperazione nell'ambito delle istituzioni internazionali, come il FMI, che furono appunto create per questo scopo.

Garantire la compatibilità delle politiche interne dei paesi per realizzare un sistema di cambi più stabile è l'obiettivo che i Supplenti italiani nel Gruppo dei Dieci hanno proposto di realizzare aggiungendo alla sorveglianza bilaterale esercitata dal FMI quella multilaterale, da svolgersi nell'ambito di un ristretto gruppo di paesi come il G-10 prima che i principali paesi elaborino i propri programmi di politica economica interna, con particolare riguardo al bilancio pubblico e alla moneta.¹¹

Probabilmente, sono ambedue esercizi necessari, ma non sufficienti, essendo il successo di un'azione di coordinamento internazionale dipendente più dai vincoli politici interni di ciascuno dei principali paesi che dalle procedure e dalle tecniche con le quali viene attuata. E' importante notare che la sorveglianza multilaterale, quale è stata recepita nel rapporto dei Supplenti del G-10,¹² pone l'accento «sull'esame delle ripercussioni esterne delle politiche nazionali e della loro interazione nel modellare la situazione economica mondiale», vale a dire sul momento analitico di una qualsiasi azione di coordinamento, ma poco o nulla dice sulle conseguenze da trarre sul piano dell'azione da siffatto esercizio, né su come suddividere l'onere dell'aggiustamento. Questa concezione alquanto statica della sorveglianza multilaterale ha costituito il compromesso tra i seguaci della dottrina che un più stabile sistema monetario internazionale è raggiungibile con il perseguimento a livello interno di sane e stabili politiche e coloro che ritengono che senza un minimo di coordinamento l'obbedienza al principio della "casa in ordine" si rivelerà insufficiente allo scopo.

¹¹ Cfr. R.S. MASERA-M. SARCINELLI, "Il rafforzamento della sorveglianza multilaterale", in MINISTERO DEL TESORO, *Il Gruppo dei Dieci e il miglioramento del sistema monetario internazionale...*, op. cit.

¹² Cfr. Supplenti del Gruppo dei Dieci: Rapporto ai Ministri e ai Governatori sul funzionamento del sistema monetario internazionale, in MINISTERO DEL TESORO, *Il Gruppo dei Dieci e il miglioramento del sistema monetario internazionale...*, op. cit.

5.5.1. *Gli interventi sui cambi*

Dai fautori del coordinamento internazionale, l'intervento sul mercato dei cambi è ritenuto strumento efficace, soprattutto quando agisce in sintonia con altre misure economiche, non è sterilizzato nei suoi effetti, è attuato in maniera coordinata tra le varie autorità. Il primo requisito indica chiaramente che non è realistico attendersi risultati duraturi da massicci e prolungati interventi se non si agisce sulle determinanti di fondo degli squilibri; d'altra parte, è la stessa tecnica che diventa meno credibile a mano a mano che si riducono i mezzi per effettuare gli interventi o si è costretti a ricorrere all'indebitamento per procurarseli.

Più controversa è la questione se l'efficacia degli interventi è subordinata alla non sterilizzazione dei loro effetti sul piano dell'offerta di moneta interna e quindi dei tassi di interesse; coloro che ritengono che buona parte degli squilibri si originano per subitanei spostamenti nei portafogli (obbligazionari) internazionali suggeriscono di non mutare il grado di restrizione monetaria e raccomandano alla banca centrale di compensare la ristrutturazione nei portafogli privati con movimenti inversi in quello proprio. Se le dimensioni di quest'ultimo non permettono un simile accomodamento e se le oscillazioni sul mercato dei cambi non riflettono fattori casuali, spesso di origine politica, ma sono la manifestazione di più profondi malesseri, allora nessun effetto può essere atteso da interventi sui cambi che non si riflettano sull'offerta di moneta e sui tassi d'interesse.

Infine, la tecnica degli interventi si ritiene che raggiunga un massimo di efficacia allorché viene utilizzata in modo coordinato dalle varie autorità. E' presumibile che, a parità di altre condizioni, le aspettative degli operatori sul mercato vengano tanto più influenzate, quanto più ampio è lo spettro delle autorità che intervengono e più decisa è l'azione che esse hanno convenuto di condurre. E' stato affermato che l'intervento delle banche centrali diventa credibile nei limiti in cui esse hanno un obiettivo di cambio, che non necessariamente deve essere un livello, ma può anche essere un intervallo o un movimento. Non va tuttavia dimenticato che nell'attuale periodo di grande libertà nella circolazione dei capitali, di notevole sofisticazione finanziaria, di sviluppo e riduzione dei costi delle telecomunicazioni e di presenza sul mercato di multinazionali in grado di ottimizzare un portafoglio multivalutario di dimensioni uguali se non superiori a quello di banche centrali di importanti paesi industrializzati, il giudizio *a priori*

sull'efficacia di una politica di interventi sui cambi non può non essere improntato a notevole cautela.

5.6. *Le zone-obiettivo*

I fautori del coordinamento delle politiche economiche sul piano internazionale, o almeno molti tra loro, ritengono che l'esercizio di ricerca delle compatibilità e di internalizzazione dei costi sarebbe facilitato e reso meno indeterminato dalla fissazione, da parte delle principali autorità monetarie, di zone entro le quali il cambio potrebbe liberamente muoversi.

La differenza con un meccanismo come quello che prevaleva nel sistema di Bretton Woods o come quello attuale dello SME consiste nel fatto che il raggiungimento del limite comporta nel caso della banda un obbligo di intervento, in quello della zona solo una facoltà. Pertanto, come correttamente argomenta J. Williamson,¹³ quello delle zone-obiettivo è una forma di fluttuazione, la sola forse possibile in un mondo che rifiuta i cambi fissi come irrealistici e che è cosciente dei limiti di una flessibilità pura che sembra condurre a disallineamenti del cambio reale.

I Supplenti francesi e italiani hanno sostenuto nell'ambito del Gruppo dei Dieci che «... un impegno credibile di rispettare zone-obiettivo contribuirebbe a stabilizzare le aspettative dei mercati e promuoverebbe una maggiore compatibilità internazionale delle politiche, rafforzando la sorveglianza multilaterale» (§ 31 del Rapporto citato). La critica della maggioranza degli altri Supplenti si è appuntata sulla difficoltà di determinare l'ampiezza delle fasce: se troppo larghe difficilmente potrebbero fungere da ancora per le aspettative degli operatori, se troppo strette i mercati potrebbero essere tentati di "saggiare" la determinazione delle autorità, per non menzionare le difficoltà di distribuire l'onere dell'aggiustamento e i vincoli al perseguimento di autonome politiche interne. Da ciò si è tratta, sempre a maggioranza, la conclusione che «l'introduzione di zone-obiettivo è un'ipotesi indesiderabile e in ogni caso impraticabile nelle circostanze attuali» (§ 32 del Rapporto citato).

Invero, le difficoltà per definire l'ampiezza delle fasce sembrano francamente esagerate, soprattutto se si tiene presente che ogni programma di aggiustamento del FMI come ogni consultazione del medesimo non può non contenere un giudizio sulla rispondenza del tasso e

Cfr. J. WILLIAMSON, *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, no. 5, September 1983.

della politica di cambio agli obiettivi che si intendono raggiungere. Né va sottovalutato, nell'individuazione dell'intervallo "ottimo", l'apprendimento che deriverebbe da un processo che non potrebbe non essere fondato sul tentativo e, purtroppo, sull'errore.

Supponendo che venga fissata e resa pubblica per ciascuna valuta maggiormente rappresentativa in un'area, per accordo internazionale o con autonoma decisione, una fascia di oscillazione, si pone in primo luogo il problema di quali strumenti adoperare per farla funzionare e quindi quello di permetterne lo slittamento in modo da riflettere l'inflazione differenziale e le variazioni nel tasso di cambio reale. La politica economica e, in particolare, quella monetaria dovrebbero essere dirette, sia pure in modo non esclusivo, a mantenere le relazioni di cambio nell'ambito della fascia e gli interventi, soprattutto non sterilizzati, potrebbero essere utilizzati allo stesso scopo. Quando la situazione si rivelasse insostenibile o il giudizio politico sulla compatibilità degli obiettivi interni con i vincoli esterni fosse avverso a questi ultimi, si pone il problema dello scivolamento della zona. Williamson propone di effettuare siffatti aggiustamenti in maniera continua, così da evitare le crisi di cambio tipiche del periodo delle parità fisse e oggi dello SME. Una simile procedura avrebbe la conseguenza, però, di ridurre l'effetto sulle aspettative che l'aggancio a una zona-obiettivo dovrebbe comportare. Inoltre, non essendoci obbligo d'intervento, ma solo facoltà, l'autorità monetaria non va incontro alla critica di permettere allo speculatore di scommettere sul sicuro, poiché essa mantiene il diritto di far prevalere le esigenze interne su quelle del cambio con le altre monete.

Se lo schema manca della simmetria e della chiarezza di obblighi che caratterizza ogni sistema di parità con banda, d'altro canto, esso appare non solo più rispettoso del delicato equilibrio tra obiettivi interni e responsabilità internazionali, ma anche come una tappa obbligata nel necessario cammino verso un sistema monetario internazionale meno instabile.

6. Come migliorare la stabilità monetaria internazionale

6.1. *L'improponibilità dello SME come modello*

«Sebbene l'esperienza dello SME consenta di trarre utili insegnamenti con riguardo alla convergenza delle politiche economiche e alla stabilità dei tassi di cambio, i Supplenti riconoscono che nel valutare il funzionamento di tale sistema non si può prescindere dalle particolari

condizioni politiche ed economiche nelle quali esso opera. Esso quindi non può essere immediatamente esteso a un contesto più ampio ed eterogeneo, caratterizzato dalla presenza di una pluralità di valute di riserva...». E' questa la conclusione, un po' sbrigativa ma fondamentale, che i Supplenti del G-10 hanno raggiunto (§ 24 del Rapporto citato). Il Sistema monetario europeo non è soltanto un accordo di cambio tra le banche centrali di sette dei dieci paesi, anche se esso ne costituisce il cuore; accanto ad esso e con una partecipazione più vasta esistono un'unità monetaria, sia pure di tipo panier, che si è affermata finora più nei mercati privati che nelle transazioni ufficiali, e, soprattutto, meccanismi di credito in parte automatici, illimitati e di brevissima durata, in parte condizionati, di ammontare finito e a più lunga scadenza, questi ultimi scarsamente utilizzati. Ciò, tuttavia, può essere ascritto al miglior funzionamento del sistema rispetto alle attese iniziali ed è comunque prova della sua capacità di resistere a tensioni anche importanti.

Al di là dello strumentario previsto dagli accordi del 1979, ben altri contributi alla coesione intra-comunitaria sono derivati dall'istituzione della tariffa esterna comune, dalla progressiva, anche se ancora incompleta, realizzazione del mercato unico interno, dal perseguimento di una politica comune agricola che, se oggi è fonte di tensione e di aspri dibattiti, per anni è stato fattore di sostegno del reddito agricolo e di unificazione sociale attraverso le frontiere. Infine, un embrione di potere esecutivo e legislativo esiste sotto forma di una Commissione e di un Parlamento, quest'ultimo con poteri in gran parte consultivi; essi contribuiscono con le proprie decisioni e deliberazioni a conferire unitarietà di indirizzo all'azione che il Trattato consente loro di svolgere.

Ne segue che l'attività di coordinamento, indispensabile laddove continuano a sussistere esternalità, non solo si svolge in un ambiente particolarmente ricettivo, ma perde, per la presenza di meccanismi istituzionalizzati, gran parte del suo connotato volontaristico, per tacere del fatto che in alcuni campi, come quello del commercio internazionale, non ve ne è necessità, a causa del trasferimento dei poteri a livello sovranazionale. Se i risultati dello SME non sono stati anche più copiosi, ciò si deve ascrivere a una mancanza di convergenza per il permanere di differenze nelle funzioni obiettivo dei vari paesi membri, non certamente per inadeguatezza degli strumenti atti a conseguirla o per insufficienza delle occasioni di confronto.

D'altro canto, se uno schema del tipo SME dovesse affermarsi a livello mondiale, nonostante le difficoltà ambientali di gran lunga

maggiori, il suo modello interno non potrebbe che essere fortemente gerarchizzato e ancor più rispondente al rapporto dominazione-dipendenza.

6.2. *La strada maestra del coordinamento internazionale*

Ferme rimanendo l'attuale struttura del sistema monetario internazionale e l'impossibilità di estendere il modello SME a un'area più vasta, l'unica strada per evitare che squilibri cumulativi nel cambio reale, nella bilancia commerciale e nella posizione debitoria netta finiscano col mettere in pericolo la libertà di commercio è quella di una ritrovata cooperazione internazionale. Il riconoscimento che sino al 20 settembre del corrente anno il dollaro poteva essere considerato sopravvalutato nell'ordine del 40 per cento rispetto al 1980, la convinzione, espressa anche da H. Wallich, che due terzi del disavanzo commerciale americano sono da ricondurre all'apprezzamento del cambio, il fatto che gli Stati Uniti siano tornati netti debitori, posizione che avevano abbandonato dalla fine della prima guerra mondiale, la crescente pressione degli interessi protezionistici che dalle zone industriali si è innalzata alla collina del Congresso, sono tutti elementi che devono aver giocato un ruolo nel mutato atteggiamento delle autorità americane, reso pubblico con il comunicato del Gruppo dei Cinque diramato a New York.

Non solo vi si afferma che la convergenza sul fronte dei risultati è stata favorita in misura crescente da iniziative di politica economica, ma che ciascuno dei paesi partecipanti è impegnato a introdurre ulteriori misure che rafforzeranno una convergenza favorevole e renderebbero più durevole la presente fase espansiva. Sembra tornata, dopo il periodo del dogmatismo non-interventista, la fiducia nella superiorità di un atteggiamento volto a contrastare o correggere il ciclo economico. Inoltre, ciascun paese partecipante ha affermato di rimanere fermanente impegnato a onorare i propri obblighi e doveri internazionali di economia industrializzata; collegialmente, «essi anche condividono speciali responsabilità per assicurare la reciproca coerenza delle loro politiche individuali». Il riconoscimento che l'azione di ciascuno dei grandi paesi industrializzati non è libera da vincoli internazionali e la conclusione che un più elevato livello di benessere può essere raggiunto prendendo in esame gli "spill-over effects" delle politiche di ciascun partecipante inducono a ritenere che il coordinamento sia nuovamente la "filosofia" che ispirerà i rapporti economici a livello ufficiale.

Sul piano del funzionamento del sistema monetario internazionale questa impostazione non poteva non riverberarsi in un rinnovato

interesse per il cambio e nella restituzione di un compito alle autorità monetarie nel suo controllo. «Ministri e Governatori concordano che i tassi di cambio dovrebbero avere un ruolo nell'aggiustamento degli squilibri esterni. Al fine di ottenere ciò, i tassi di cambio dovrebbero riflettere le condizioni economiche di fondo più che in passato. Essi ritengono che ... un qualche ulteriore, ordinato apprezzamento delle altre valute nei confronti del dollaro è desiderabile. Sono pronti a cooperare in modo più stretto per incoraggiare un tale andamento, allorché il farlo sarebbe utile».

A giudicare dagli interventi che soprattutto la Banca del Giappone e la *Bundesbank* hanno fatto nei giorni immediatamente successivi è da ritenere che l'incoraggiamento ai mercati affinché ridimensionassero il valore del dollaro sia stato contestualmente deciso; del resto, la lunghezza del comunicato e la larga pubblicità sollecitata intorno a un incontro, che in passato si negava che avesse mai avuto luogo, testimoniano dell'intenzione dei partecipanti di influire sulle aspettative degli operatori e al tempo stesso di calmare le richieste per una svolta protezionistica negli Stati Uniti. In ordine ad ambedue questi obiettivi, solo il tempo potrà dire in quale misura saranno realizzati: qualche moderato dubbio è lecito avanzare.

Se si esclude il caso di una sopravvalutazione del dollaro la quale abbia raggiunto un punto in cui le aspettative di un aumento ulteriore si autoalimentino attraverso l'afflusso di fondi, una duratura inversione di andamento del dollaro in termini delle altre principali monete non è ottenibile attraverso prolungate e sostanziose operazioni di intervento, ma soltanto aggiustando l'insieme delle politiche interne e rendendolo coerente con quello degli altri principali paesi.

La seconda parte del comunicato, se si prescinde dalla giusta insistenza sul rifiuto del protezionismo, si discosta di pochissimo da quanto affermato dagli stessi protagonisti alla fine del vertice di Bonn; solo il Giappone sembra manifestare un barlume di migliore disponibilità a far aumentare la domanda pubblica a livello delle autorità locali. Se i mercati non hanno creduto in maggio che quelle politiche fossero sufficienti a far rivalutare il marco e lo yen rispetto al dollaro, possono trovare nell'accresciuta determinazione delle autorità e nell'impegno del loro prestigio nel forzare al ribasso la moneta americana elementi sufficienti per mutare atteggiamento?

Se l'operazione riuscirà, come è augurabile, eviterà un atterraggio duro in futuro; ma convincerà il Congresso a non legiferare per proteggere la produzione americana? Avendo presente che il 1986 sarà un anno di elezioni negli Stati Uniti e che la riconquista almeno parziale del mercato interno da parte dell'industria americana dipende, tra

l'altro, dalla politica di prezzo che vorranno seguire gli esportatori giapponesi e europei le cui monete tenderanno a rivalutarsi, soltanto le industrie orientate all'esportazione potranno ritenere sufficiente un deprezzamento significativo del dollaro per riacquistare competitività. Il vento protezionista, sebbene con meno forza, potrebbe ancora sibilare negli ambulacri del potere legislativo ed esecutivo.

Se l'operazione riuscirà, grazie a una riduzione crescente del disavanzo pubblico americano attraverso un aumento graduale della tassazione o tagli progressivi di alcuni programmi di spesa, non v'è il rischio che la flessione della domanda negli Stati Uniti non trovi adeguata compensazione in altre aree? La recessione potrebbe, quindi, riaffacciarsi, sia pure tra alcuni trimestri.

Se, infine, l'operazione riuscirà attraverso una politica monetaria americana meno severa di quanto non sia stata da ultimo, l'inflazione non è destinata a tornare su valori più elevati, non essendo più contenuta dallo stesso flusso di importazioni a buon mercato? Il coordinamento internazionale è solo un metodo, non la soluzione dei problemi, che va ricercata con pazienza e con piena consapevolezza delle interrelazioni macroeconomiche e dei vincoli politici.

6.3. *Un crescente consenso per le zone-obiettivo?*

E' immaginabile che il mutato atteggiamento americano spinga anche la maggioranza degli altri paesi industrializzati a preferire un assetto del sistema monetario internazionale meno "amorfo", come è stato qualificato da S. Marris?¹⁴ Le zone-obiettivo, che incontrano il favore di un crescente numero di economisti, sono oggi meno lontane di alcuni mesi or sono, quando venne varato il rapporto dei Supplenti del Gruppo dei Dieci? La risposta è affermativa, ma non ha gran significato, poiché la distanza da compiere sembra ancora notevolissima. In primo luogo, il grado di successo che arriderà alla manovra di interventi concordati determinerà una maggiore o minore fiducia nella capacità delle autorità di "guidare" il cambio all'interno di una zona ritenuta più "ragionevole". Secondo, anche se informalmente un intervallo dovesse venir concordato per rendere possibile l'operatività dell'intervento nell'immediato, difficilmente esso potrà essere assimilato a una zona valida per il medio termine con caratteristiche di potenziale stabilità, di credibilità da parte dei mercati e di sufficiente ampiezza da lasciare una qualche autonomia alla politica monetaria. Infine, sino a quando non

¹⁴ Cfr. S. MARRIS, *The Decline of the Dollar: Some Policy Issues*, Group of Thirty, April 1985.

avverrà una significativa correzione degli squilibri interni ed esterni degli Stati Uniti, la fissazione di una zona per il dollaro dovrebbe essere di tale ampiezza da risultare inutile. Né va sottovalutata l'importanza dell'elaborazione di nuove regole di condotta della politica monetaria che rendano l'attuale prassi, piuttosto elastica in verità, di fissazione e annuncio di obiettivi quantitativi compatibile con il mantenimento del tasso di cambio nell'ambito desiderato, i cui limiti possono, ma non necessariamente debbono, essere difesi.

Inoltre, è sempre più frequente trovare membri della comunità internazionale schierati a favore delle zone-obiettivo: anche il Gruppo dei Ventiquattro ha convenuto che queste ultime per i tassi di cambio dei principali paesi comportano «un impegno che promoverebbe una maggiore coerenza internazionale delle politiche», auspicando che la proposta sia ulteriormente approfondita.¹⁵ Non è estraneo a questa posizione il convincimento che la situazione debitoria internazionale sia stata resa più pesante dalla politica di alti tassi d'interesse perseguita negli Stati Uniti, i quali nelle recenti riunioni annuali del FMI e della Banca mondiale di Seoul hanno mostrato maggiore apertura e comprensione verso le difficoltà dei paesi in via di sviluppo, sia quelli poveri che fanno assegnamento sull'aiuto pubblico, sia quelli con reddito *pro capite* intermedio, ma con alto fardello debitorio.

Infine, anche nel recentissimo vertice promosso dal Congresso americano su tassi di cambio e dollaro, e voluto da esponenti sia dell'ala liberale sia di quella conservatrice, le zone-obiettivo sono state al centro dell'attenzione.

V'è da augurarsi che il movimento di revisione superi la soglia critica e porti i paesi industrializzati autonomamente a individuare la strada migliore, dati i vincoli, per assicurare una ragionevole stabilità ai cambi e una configurazione "normale" dei saldi di bilancia dei pagamenti. Considerato che l'opposizione di cinque paesi, i quattro maggiori e l'Australia, ancora blocca un'ulteriore, modesta emissione di diritti speciali di prelievo, si può essere certi che si assisterà a un nuovo, lungo esercizio nella difficile arte della persuasione internazionale.

MARIO SARCINELLI

¹⁵ Cfr. Report of the DEPUTIES OF THE GROUP OF TWENTY-FOUR, *The Functioning and Improvement of the International Monetary System*, Washington D.C., August 1985.