

Il fondo monetario europeo: pianificazione interna e relazioni esterne*

INTRODUZIONE

« A Brema abbiamo discusso uno schema per la creazione di una più stretta cooperazione in campo monetario che conduca ad una zona di stabilità monetaria in Europa. ... E' nostra ferma intenzione consolidare in un sistema finale le clausole e procedure così create. Ciò dovrà avvenire entro un periodo di tempo non più lungo di due anni dall'inizio dello schema. Tale sistema prevederà la creazione del Fondo Monetario Europeo, così come è stato annunciato nelle conclusioni della riunione del Consiglio Europeo tenutasi a Brema il 6 e 7 luglio 1978, e la piena utilizzazione dell'ECU come attività di riserva e mezzo di regolamento. Esso si baserà su una adeguata legislazione sia a livello comunitario sia a livello nazionale. »

Risoluzione del Consiglio Europeo del 5 dicembre 1978 sulla costituzione del Sistema Monetario Europeo e relativi problemi.

Il Sistema Monetario Europeo è formalmente nato il 13 marzo 1979. E, in base ai tempi stabiliti dalla risoluzione del Consiglio Europeo, dovrebbe essere organizzato entro il marzo 1981. Le clausole che regolano il periodo transitorio di due anni sono espone chiaramente nel loro complesso in vari documenti della Comunità; esse specificano essenzialmente i meccanismi concernenti i tassi di cambio e i metodi d'intervento, le procedure contabili e di regolamento, i congegni creditizi e il ruolo e la definizione dell'ECU. Per contro, il ruolo, le funzioni e la struttura del Fondo vengono lasciate indefinite, salvo la dichiarazione che « gli accordi e le istituzioni esistenti verranno consolidati in un Fondo Monetario Europeo. »¹

* Il fascicolo di settembre 1980 della *Quarterly Review* della Banca Nazionale del Lavoro ha pubblicato gli atti di un convegno (o "seminario") organizzato a Ginevra nel dicembre 1979 sul tema: "Il Fondo Monetario Europeo: pianificazione interna e relazioni esterne." Si ritiene opportuno offrire al lettore italiano la versione dell'Introduzione premissa dal prof. A. Swoboda agli atti del Convegno, introduzione che richiama e discute i principali punti del dibattito.

¹ Allegato alle Conclusioni della Presidenza del Consiglio Europeo del 6 e 7 luglio 1978, Brema.

Come era naturale, la discussione pubblica si è principalmente concentrata sulle caratteristiche note e di natura operativa dello SME; in particolare, sulle procedure di stabilizzazione dei tassi di cambio e sulle condizioni necessarie per la loro attuazione. Il progetto del Fondo Monetario Europeo (FME), per quanto riguarda sia la sua struttura interna sia le sue relazioni esterne, ha attirato minore attenzione, in parte a causa della maggiore attualità dei problemi di stabilizzazione e in parte perchè il FME è considerato materia per tecnici. Esiste così una sorprendente e preoccupante differenza rispetto al lavoro preparatorio che portò a Bretton Woods e alle passioni che suscitarono i progetti di riforma del sistema monetario commerciale internazionale nel periodo postbellico. Se il FME deve essere una istituzione vitale, capace di funzionare con successo e continuità e destinata a svolgere una funzione importante per l'Europa e nell'ambito più generale del sistema monetario internazionale, la sua struttura e i suoi compiti meritano attento studio, affinché una struttura istituzionale frettolosamente concepita non lo releghi tra gli organismi immaturi e puramente formali.

Proprio per dare avvio a una siffatta discussione si è organizzato un seminario su "Il Fondo Monetario Europeo: Pianificazione Interna e Relazioni Esterne". Il seminario ha avuto luogo a Ginevra il 7 e 8 dicembre 1979 ed è stato il secondo di una serie di seminari internazionali sull'Unione Economica e Monetaria Europea, organizzati da Robert Triffin con un finanziamento della Fondazione Ford e con l'aiuto di un comitato di consulenza formato da Rudiger Dornbusch, Alexandre Lamfalussy, Alexander Swoboda, Niels Thygesen e Jacques van Ypersele de Strihou. Questo secondo seminario è stato anche patrocinato dal Centro internazionale di Ginevra per gli studi monetari e bancari. Il primo seminario si era tenuto a Louvain-la-Neuve il 24 e 25 marzo 1979, meno di due settimane dopo la creazione dello SME. In esso erano stati considerati i presupposti e la logica dello SME, così come i primi stadi del periodo transitorio e le scelte politiche che sorgono in particolare nei campi della politica monetaria e dei tassi di cambio.² Era ovvio che il secondo e terzo seminario avrebbero rivolto l'attenzione ad un più

² Gli atti del primo seminario sono stati pubblicati sotto il titolo: J. Williamson, A. Lamfalussy, N. Thygesen *et al.*, R. Triffin (ed.), *EMS: The Emerging European Monetary System*, Bruxelles, Banque Nationale de Belgique, 1979.

distante futuro, trattando rispettivamente del FME e degli usi privati dell'ECU.³

Nel numero di settembre della *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* sono state pubblicate le relazioni e i relativi commenti presentati al seminario di Ginevra. Ovviamente, il progetto del Fondo solleva, da una parte, questioni concernenti la pianificazione interna delle relazioni fra Stati membri e, dall'altra, questioni concernenti le relazioni tra il Fondo, altre istituzioni ed il sistema mondiale monetario e finanziario nel suo complesso. Una relazione di Tommaso Padoa-Schioppa ha affrontato più specificatamente il primo di questi due temi; una relazione di Jacques Polak ha trattato il secondo — anche se, come osservano relatori e commentatori, la distinzione è in una certa misura artificiale.

Poiché il FME è destinato a consolidare le "clausole e procedure", concordate per il periodo transitorio del Sistema Monetario Europeo, non sorprende che la relazione di Padoa-Schioppa discuta il ruolo del Fondo rispetto alle tre caratteristiche dello SME che hanno ricevuto maggiore attenzione quando il Sistema fu creato: dispositivi creditizi, congegni di regolazione dei cambi, ruolo dell'ECU. L'originalità della relazione non sta tanto in ciò che dice a proposito del ruolo del Fondo in ciascuno di questi singoli aspetti — anche se al riguardo vengono fatte osservazioni importanti — quanto al risalto dato alla stabilità dei prezzi nell'ambito del concetto di "zona di stabilità monetaria", al peso delle procedure rispetto a norme specifiche e, soprattutto, all'importanza di raggiungere un adeguato equilibrio fra i tre compiti del Fondo già menzionati anziché ricercare la perfezione su ciascun fronte separatamente.

Per la maggior parte i partecipanti al seminario hanno pienamente approvato quest'approccio di Padoa-Schioppa, anche se non hanno concordato con ciascuna delle sue posizioni. Ciò appare sia dai commenti di T. Peeters, W. Rieke e A. Shonfield sia dalla discussione generale. Non tenterò qui di riassumere singoli commenti; mi limiterò a poche osservazioni suggeritemi dalla discussione, senza tentare di identificare i punti affrontati con le posizioni di singoli partecipanti.

Il rapporto tra condizionalità, impiego del credito, grado di flessibilità dei tassi di cambio e l'obiettivo non-inflazionistico posto

³ Gli atti del terzo seminario appariranno fra breve sotto il titolo: A.I. Swings and R. Triffin (eds.), *The Private Use of the ECU*, Bruxelles, Kredietbank.

allo SME ha dato luogo a un'ampia discussione. I principali punti sono familiari, sulla scorta del nesso liquidità-aggiustamento usato per caratterizzare i problemi del sistema monetario internazionale nel suo complesso. Un'eccessiva liquidità è inflazionistica e consente ai paesi di rimandare i necessari aggiustamenti; una liquidità troppo ristretta è deflazionistica e può obbligare i paesi a sostenere non necessari costi transitori di aggiustamento. Inoltre, naturalmente, sono necessarie riserve per mantenere tassi di cambio fissi. Come è possibile, quindi, far sì che, nel contesto europeo, sia disponibile un adeguato volume di credito che non incoraggi un esagerato ricorso a riallineamenti dei tassi di cambio, e impedire allo stesso tempo un eccessivo ricorso al finanziamento di disavanzi nei conti con l'estero che potrebbe avere effetti inflazionistici per l'area nel suo complesso? Può sembrare che la soluzione sia la "condizionalità", in quanto essa dovrebbe incoraggiare i paesi membri ad adottare misure di aggiustamento in aggiunta al finanziamento di deficit (o avanzi). Purtroppo la soluzione non è così facile. Una condizionalità troppo rigida può scoraggiare il ricorso da parte dei paesi membri al credito del FME, specialmente quando essi possiedono abbondanti riserve e per i paesi ricchi sia disponibile credito da altre fonti: dal FMI, ma anche, e forse soprattutto, dal ricorso ai mercati di capitale privati. Nel corso della discussione è emerso più di un suggerimento per aiutare a risolvere il problema. In primo luogo, si è proposto un "consolidamento" delle facilitazioni di credito a brevissimo, breve e medio termine da parte del FME, se non altro per razionalizzare i criteri di condizionalità. In secondo luogo, è stato sostenuto che la "supervisione" stava divenendo più importante della condizionalità come mezzo per incoraggiare appropriati aggiustamenti in un mondo in cui vi è notevole disponibilità ed impiego di credito non condizionato. E' questa l'esperienza del FMI e il FME può tenerne conto. E' stato anche suggerito che "sorveglianza" e condizionalità potrebbero essere combinate insieme, per esempio riferendo la condizionalità ad un criterio quale l'accumulazione o la riduzione netta di riserve.

Naturalmente sia la condizionalità sia la supervisione sollevano molti altri problemi. Uno è di natura giurisdizionale e squisitamente politica: i compiti in materia devono essere svolti dal FME o dal Consiglio Europeo? E inoltre: qual è il giusto grado di flessibilità dei tassi di cambio accettabile nell'ambito del processo di supervi-

sione? Ciò porta all'osservazione di Padoa-Schioppa che nello SME si sarebbe dato troppo peso al meccanismo dei tassi di cambio a detrimento dei congegni creditizi. Su questo punto diversi partecipanti hanno dissentito. Essi hanno osservato che gli allineamenti dei tassi di cambio sono stati pochi (e che quelli decisi erano effettivamente necessari), che vi era il pericolo opposto di tassi di cambio eccessivamente rigidi, e che lo scopo di interventi basati sui meccanismi creditizi era quello di evitare movimenti erratici dei tassi di cambio e non di opporsi a tendenze di fondo. In realtà, interventi di carattere intramarginale sono venuti crescendo di recente, e, almeno in Germania, si è lamentato che la difesa degli esistenti tassi di cambio abbia costretto la *Bundesbank* ad accumulare ingenti e non desiderate riserve (anche se poi ha potuto liquidare una parte dei dollari acquistati). Si potrebbe però rispondere che, in primo luogo, l'esperienza fatta non autorizza a decidere *ex post* se ci si è basati eccessivamente su variazioni dei tassi di cambio (in alternativa a finanziamenti o ad aggiustamenti interni): la svalutazione della corona danese era forse giustificata *ex post*, date le politiche interne della Danimarca; ma, *ex ante*, avrebbe potuto essere preferibile evitare la necessità di ricorrere a una variazione del tasso di cambio mediante maggiori crediti, condizionalità o supervisione delle politiche interne. In secondo luogo, per Padoa-Schioppa la questione non è tanto se nel passato si sia fatto eccessivo affidamento sul meccanismo dei tassi di cambio, ma se le pratiche correnti non riescano ad integrare congegni creditizi e meccanismi dei cambi al fine di conseguire un migliore equilibrio fra i due.

Tra le altre questioni sollevate dalla relazione di Padoa-Schioppa, almeno due debbono essere menzionate. Il suggerimento secondo cui sarebbe preferibile dotare il Fondo Monetario Europeo di un insieme di procedure operative, piuttosto che stabilire sin dall'inizio norme precise, sembra a prima vista pienamente ragionevole; ma l'assenza di norme può facilmente ridurre la prevedibilità delle politiche adottate dal Fondo e dai paesi membri. Ciò sarebbe molto dannoso, poiché la prevedibilità delle politiche è di importanza essenziale per la stabilità dei tassi di cambio e per una riduzione dell'inflazione che eviti variazioni perverse della produzione e dell'occupazione. D'altra parte, si possono delineare procedure che consentano la prevedibilità dei risultati delle politiche adottate e che siano preferibili a norme non realistiche destinate ad essere comunque trasgredite.

In secondo luogo, molto resta da fare per la definizione del ruolo dell'ECU. Come osserva Thygesen nel suo commento, il FME ha un ruolo decisivo da svolgere principalmente nel dare all'ECU un significato che vada oltre quello di un semplice congegno contabile; il Fondo è meno importante per quanto riguarda il meccanismo dei tassi di cambio ed ancor meno lo è per quanto riguarda i meccanismi creditizi. Per molti l'ECU è essenziale sia come mezzo per favorire l'integrazione europea, sia come riflesso della volontà di raggiungere tale integrazione. Come sostiene Mundell nel suo commento, «...che l'ECU sia necessario o no dipende dal fatto che si voglia o no un'unione politica dell'Europa. Si tratta di una questione politica concernente la creazione di un'entità o gruppo politico esclusivo ».

A livello istituzionale, la creazione di un ruolo significativo per l'ECU implica il trasferimento al Fondo sia della proprietà sia della gestione di almeno una parte delle riserve dei paesi membri. Al fine di assicurare che l'ECU prenda vita, Padoa-Schioppa ha insistito sulla necessità di creare un ruolo esclusivo per l'ECU, un ruolo per il quale nessun'altra attività potrebbe funzionare da sostituto. A livello funzionale, si deve decidere se l'ECU deve divenire un'attività di intervento, e per chi. Bisogna anche rendersi conto che fissare i tassi di cambio dei paesi membri in termini dell'ECU (o di qualsiasi altra attività) spinge i tassi d'inflazione a convergere all'interno della Comunità e richiede che le politiche monetarie dei paesi membri seguano la norma monetaria che ne deriva; a sua volta, la tendenza comune dei tassi di inflazione sarà in larga misura determinata dal tasso di cambio ECU/dollaro, anche se come e da chi debba essere determinato questo tasso di cambio di importanza cruciale è un punto non specificato nella maggior parte dei dibattiti ufficiali.

La discussione sul ruolo dell'ECU ci porta alla questione dei rapporti esterni del FME e alla relazione di Jacques Polak. In questa relazione si mette a confronto il FME e il FMI e si esaminano i rapporti tra le due istituzioni e tra l'ECU e il DSP. Polak comincia con un confronto del problema della liquidità nei due sistemi, aspetto importante nella prospettiva di una stabilizzazione dei prezzi. Egli sottolinea anche la possibilità di conflitti derivanti dall'esistenza di due forme di condizionalità per paesi che sono membri sia del FMI sia dello SME. E conclude con penetranti considerazioni

sui rispettivi ruoli dell'ECU e del DSP, immaginando una situazione in cui il FME depositi nel conto di sostituzione del FMI i dollari ricevuti dai suoi membri in cambio di ECU. E' questo, tuttavia, un aspetto da riconsiderare alla luce della recente decisione di rimandare a tempo indeterminato l'inizio del conto di sostituzione del FMI.

Solo poche osservazioni, anch'esse ispirate dalla discussione del seminario, proporrò qui a proposito delle relazioni esterne del FME. Come è stato rilevato da diversi partecipanti, la discussione di un sistema di là da venire in cui esistano armoniche relazioni tra un ipotetico robusto ECU e il DSP, è piuttosto irrealista in un mondo che già si è mosso verso un infelice ed agitato sistema a multiple monete di riserva, incapace di contenere un'inflazione mondiale di dimensioni senza precedenti. Perché parlare del lontano avvenire, mentre Roma sta bruciando? Si può rispondere che, se non si cerca di progettare ben per tempo, il futuro rimarrà certamente agitato.

Vi sono almeno altre tre aree in cui i rapporti tra il FME e il sistema complessivo dovranno essere definiti. In primo luogo, come si è detto, c'è il problema dell'armonizzazione delle condizionalità. E' stato sostenuto che il bisogno di esperienza e preparazione specifiche nella gestione della condizionalità renderebbe desiderabile un decentramento del FMI grazie al quale molti dei crediti sarebbero concessi su base regionale; una maggiore esperienza locale sarebbe più gradita ai paesi che prendono a prestito. La risposta a questa tesi è che un decentramento regionale da un lato può facilmente dar vita ad una non necessaria "familiarità" e che, da un altro lato, solleva questioni di carattere generale quanto alla legittimità di raggruppamenti regionali discriminatori ai quali, per usare termini tratti dal campo degli scambi commerciali, si dovrebbero applicare norme del tipo Gatt.

In secondo luogo, forme di concorrenza tra il FMI e il FME nella concessione di crediti dovrebbero essere evitate poiché sarebbero di natura inflazionistica.⁴

⁴ In questo senso, esiste anche il pericolo che il conto di sostituzione del FMI possa dimostrarsi inflazionistico, qualora le autorità statunitensi dovessero avvalersi della possibilità di emettere dollari addizionali per sostituire quelli immessi nel conto.

In terzo luogo, si dovrebbe mantenere un equilibrio tra il DSP e l'ECU. Ciò richiede che entrambi siano resi attività desiderabili, attività cioè che fruttino un adeguato interesse e che siano dotate di sufficiente liquidità, pur restando in una certa misura diverse per stimolare a detenerle congiuntamente. A tal fine si potrebbe limitare l'impiego dell'ECU a certe categorie di detentori e lasciare che la sua composizione sia sufficientemente diversa da quella del DSP, in modo che le due attività abbiano differenti caratteristiche di rischio. In questo contesto, come ha notato uno dei partecipanti, il peso delle valute dei paesi membri del FME nel paniere del DSP dovrebbe essere sostituito dall'ECU.

Ma l'ECU, se si svilupperà, sarà in concorrenza non solo con valute terze od unità esterne ma anche con le valute dei membri del FME. Se l'ECU deve avere successo, dovrà possedere almeno parte della forza del marco tedesco che lo possa rendere un forte concorrente rispetto ad alcune delle valute europee più deboli, per esempio la lira italiana. Ciò solleva diverse questioni per quanto concerne il processo di transizione di lungo periodo verso una completa unione monetaria. Solleva anche la questione del tasso ECU/DM e, attraverso il tasso DM/\$, quella del tasso ECU/\$.

Sorprende (se si tiene conto della sua importanza, più che della sua difficoltà) che il problema del tasso ECU/\$ o, se si preferisce, la politica dello SME nei confronti del dollaro, non sia stato praticamente menzionato nei documenti ufficiali della CEE. Il problema è stato sollevato in diverse occasioni durante il seminario, in particolare nell'ultima sessione; la presente introduzione si concluderà con alcune brevi osservazioni su tale questione.

Il problema di fondo nasce dal fatto che l'andamento del tasso ECU/\$ ha un'importanza fondamentale nel determinare il *trend* grosso modo comune dell'inflazione nei paesi le cui valute sono legate all'ECU. Quel tasso è quindi cruciale per la coesione e l'andamento macroeconomico dei paesi membri. Senonché, non esiste alcun meccanismo esplicito per la sua determinazione. In pratica, il tasso ECU/\$ è in larga misura determinato dalla politica (interventi) dei tassi di cambio della Repubblica Federale Tedesca, che fortunatamente è uno dei più stabili, se non il più stabile, dei paesi membri. Ha osservato un partecipante: « Nell'ambito del sistema di Bretton Woods, gli Stati Uniti costituivano il parametro per la stabilità. Perché dovrebbe essere inaccettabile che il marco tedesco costituisca

il parametro di stabilità per lo SME? » La mancanza di una politica congiunta ECU/\$, tuttavia, presenta alcuni svantaggi. La mancanza di accordo sul tasso ECU/\$ può condurre a serie tensioni nell'ambito dello SME. Per esempio, dopo l'insieme di provvedimenti del novembre '79 a sostegno del dollaro, il rafforzamento del dollaro ha offerto alla *Bundesbank* l'opportunità di vendere parte dei dollari che aveva acquisito nel periodo precedente. Questa, in definitiva, si è dimostrata la politica corretta per la Germania e probabilmente per la Comunità nel suo complesso. Nel breve periodo, tuttavia, essa ha causato diverse rimostranze, soprattutto da parte dei Belgi la cui valuta ne risultò indebolita. Alcune di queste tensioni (specie quelle concernenti l'impatto asimmetrico sui tassi incrociati dei movimenti di capitale verso e dal dollaro) potrebbero presumibilmente essere ridotte (a) da più esplicite, e quindi prevedibili, norme o impegni di intervento; (b) da una migliore consultazione ed informazione sugli interventi dei singoli paesi membri e un certo loro coordinamento; (c) affidando al FME alcune delle operazioni di intervento decise congiuntamente.⁵

ALEXANDER SWOBODA

⁵ Inoltre, come ha detto uno dei partecipanti, « se un paese della CEE interviene secondo una politica congiunta nei confronti del dollaro, esso dovrebbe trasferire il rischio di cambio connesso con i suoi interventi ad una istituzione europea ».