

Riforme monetarie e Mercato Comune Europeo *

Introduzione

L'accordo di Giamaica concede ad ogni paese la libertà di determinare — e di modificare — il sistema dei tassi di cambio senza interferenze del Fondo Monetario Internazionale. Esso conferma così una situazione caratterizzata da un'ampia varietà di congegni nazionali, che vanno dall'agganciamento ai Diritti Speciali di Prelievo (DSP) o ad una moneta importante fino a forme di fluttuazione congiunta o individuale.

Questa situazione ha fatto sorgere notevoli incertezze nel campo degli scambi commerciali e dei movimenti di capitale. Le incertezze sono aggravate da fluttuazioni dei tassi di cambio di ampiezza superiore alle variazioni nei rapporti del potere d'acquisto delle varie monete. Ad esempio, i tassi di cambio medi mensili tra il franco francese e il dollaro USA sono diminuiti da 5,51 nel dicembre 1961 a 4,10 nel giugno 1973; sono cresciuti nuovamente a 5,10 nel gennaio 1974, calati a 4,04 nel giugno 1974, risaliti a 4,75 nel giugno 1976, mentre il rapporto del potere d'acquisto tra franco e dollaro non è variato di oltre il 3 per cento. Analogamente, in un periodo di tre mesi, i valori della sterlina e della lira italiana in termini di DSP sono diminuiti rispettivamente dell'11 per cento (tra febbraio e maggio '76) e del 17,6 per cento (tra dicembre '75 e marzo '76).

* Questo documento è stato redatto da Bela Balassa, professore di economia politica all'Università John Hopkins, dopo un dibattito del gruppo di Villa Pamphili sull'integrazione economica. Sono concordi sulle linee generali del documento Lord Cromer, Geoffrey Denton, Armin Gutowski, Norbert Kloten, Alexandre Lamfalussy, Giovanni Magnifico, Conrad Oort, Andrew Shonfield, Robert Triffin, Pierre Uri, J. Van Ypersele. Naturalmente, i singoli membri del gruppo non sottoscrivono necessariamente ogni particolare della relazione del Prof. Balassa.

L'ampia variabilità dei tassi di cambio può essere spiegata con la inelasticità a breve termine degli scambi commerciali, che provoca variazioni « perverse » nei saldi commerciali; con movimenti speculativi di capitali; con aspettative di tassi d'inflazione che danno luogo a movimenti cumulativi dei cambi e dei prezzi interni. Può anche contribuire alla variabilità del cambio l'azione di paesi che cercano di avvantaggiarsi nelle esportazioni accelerando una riduzione del cambio o resistendo a un suo aumento.

L'accresciuta instabilità del commercio estero e dei pagamenti collegata agli accordi di Giamaica è stato oggetto di molte critiche; e proposte sono state avanzate per ridurre la sua ampiezza.¹ Senonché, data la differenza dei saggi d'interesse nei singoli paesi e la diversa importanza del commercio estero nelle loro economie, la possibilità di un accordo internazionale su queste proposte rimane esigua, almeno per un certo tempo. Sarebbe più facile raggiungere un accordo su provvedimenti miranti a ridurre l'instabilità nell'ambito di un gruppo di paesi che effettuano tra loro la maggior parte degli scambi commerciali e le cui economie interne sono strettamente legate dal commercio reciproco. Queste condizioni sono presenti nel Mercato Comune Europeo dove il commercio inter-area rappresenta più della metà di quello totale e, con l'eliminazione delle tariffe interne, le attività interne e gli scambi inter-area sono strettamente collegati. Una maggiore stabilità nei congegni finanziari intraeuropei ridurrebbe l'incertezza nel commercio e negli investimenti dei paesi della Comunità e favorirebbe nell'area europea uno sviluppo economico armonioso. Un'area di maggiore stabilità sarebbe interesse anche delle altre nazioni, soprattutto di quelle dell'Africa e del Medio Oriente, che svolgono una larga parte del commercio estero con l'Europa Occidentale.

L'elevato e crescente grado di interdipendenza economica dei paesi della CEE dovrebbe far sì che il Mercato Comune assuma sempre più le caratteristiche di un'area valutaria ottimale. L'esperienza ha però confermato che l'integrazione delle politiche monetarie e fiscali nazionali è una pre-condizione dell'unificazione monetaria. Nell'assenza di una siffatta integrazione, l'unificazione monetaria ri-

¹ V. i saggi di EDWARD M. BERNSTEIN, RICHARD N. COOPER, NURUL ISLAM, CHARLES P. KINDLEBERGER, FRITZ MACHLUP, ROBERT V. ROOSA, ROBERT TRIFFIN e JOHN WILLIAMSON, in « Reflections on Jamaica », *Essays in International Finance*, n. 115, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, aprile 1976.

mane un obiettivo lontano. Comunque, in vista dei vantaggi di aree valutarie ottimali, l'obiettivo di politiche integrate dovrebbe essere tenuto presente nell'escogitare le misure da applicare nell'immediato futuro.

L'obiettivo di ridurre l'incertezza nel commercio e nei pagamenti nell'ambito dell'area europea e di rafforzare il processo di integrazione può essere conseguito in diversi modi. Ai due estremi, si può scegliere fra un approccio « di mercato » e una politica « di regolazione »: il primo potrebbe porre l'accento sull'istituzione di una moneta parallela, la seconda si baserebbe sul coordinamento delle politiche economiche dei paesi membri. Dati i vincoli cui sono sottoposti i paesi del MEC, ritengo opportuno proporre una soluzione intermedia, che si può riassumere in tre punti: stabilire regole per gli aggiustamenti dei tassi di cambio; procedere sulla via dell'armonizzazione delle politiche economiche nazionali; creare una moneta parallela, l'Europa. Le azioni in questi tre campi sono interdipendenti e si rafforzano a vicenda.

I. Aggiustamenti del tasso di cambio nell'area europea

Dopo la pubblicazione del Rapporto Werner nel 1970, le discussioni sugli assetti monetari del MEC si sono in gran parte incentrate sul « serpente », con il quale i paesi partecipanti si impegnano a mantenere i rispettivi tassi di cambio entro una fascia del 2,1/4 per cento attorno ai tassi centrali. Ideato all'inizio come strumento di integrazione monetaria attraverso un graduale restringimento delle fluttuazioni tra le monete dei paesi membri della CEE, il « serpente » è di fatto divenuto un dispositivo per la fluttuazione congiunta di alcune monete CEE e non CEE. Oggi il « serpente » comprende il marco tedesco e le valute di alcuni paesi minori le cui economie sono strettamente collegate. A prescindere da piccoli aggiustamenti, dalla introduzione del « serpente » nell'aprile '72 la parità è stata mantenuta tra il marco tedesco e le valute dei paesi del Benelux che effettuano i due quinti degli scambi tra loro e con la Germania. Dopo un'assenza temporanea, anche la Danimarca si è unita al « serpente », benché la percentuale del suo commercio con la Germania e i paesi del Benelux sia minore. Lo stesso hanno fatto la Norvegia e la Svezia che pure effettuano una notevole percentuale degli scambi con i paesi della CEE, pur non essendone membri. Tra i paesi maggiori, l'Italia e il Regno Unito hanno abbandonato il « serpente » poco

dopo la sua costituzione, mentre la Francia se ne è allontanata dal gennaio 1974 al luglio 1975 e lo ha lasciato di nuovo nel marzo 1976. Per spiegare questi sviluppi sono stati spesso invocati un minore grado di dipendenza dal commercio intracomunitario, divergenze negli andamenti economici e differenze nelle politiche economiche nazionali. Un altro fattore importante sono state le rigorose condizioni imposte ai paesi partecipanti al « serpente ».

Le divergenze fra le economie nazionali dei paesi dentro e fuori del « serpente » potrebbero aggravarsi qualora le azioni miranti a promuovere l'integrazione monetaria fossero limitate ai paesi partecipanti al « serpente ». Un simile duplice sistema favorirebbe ulteriori divari di politica con conseguenze nocive per i singoli paesi. Nello stesso tempo, data l'interdipendenza delle economie dei paesi del MEC, le azioni sul tasso di cambio esercitate da ognuno di essi influenzeranno necessariamente tutti gli altri. Il riconoscere questa interdipendenza rende gli aggiustamenti dei tassi di cambio, sia con variazioni della parità centrale sia con forme di fluttuazione, un problema d'importanza comune. È quindi necessario un accordo sulle regole da applicare per aggiustamenti del genere. Queste regole dovrebbero valere per tutti i paesi della CEE, siano essi membri del « serpente » o no.

Noi qui proponiamo che i singoli paesi stabiliscano una « fascia obiettivo » per le loro monete, concordata con gli altri paesi membri.² Questa fascia sarebbe riveduta periodicamente, con opportuni aggiustamenti. I quali avverrebbero gradualmente nella forma di una « fascia crawling », piuttosto che con forti sbalzi. La fascia obiettivo sarebbe inizialmente stabilita in termini di tassi di cambio effettivi, cioè avendo riguardo alle variazioni medie dei valori delle singole monete ponderati in base alla distribuzione geografica del commercio internazionale. Alla fine, tuttavia, la zona obiettivo dovrebbe essere definita in rapporto al movimento medio delle monete partecipanti, collegandola alla proposta moneta parallela: l'Europa (v. par. III). All'inizio i singoli paesi non sarebbero obbligati a mantenersi entro la fascia obiettivo, ma dovrebbero astenersi da politiche interne e da interventi sui mercati dei cambi che possano accelerare movimenti delle loro valute al di fuori della fascia. Sarebbe invece consentito

² Una proposta in tal senso è stata fatta da C. J. Oort in un discorso tenuto al Royal Institute of International Affairs il 18 giugno 1976. La proposta di Oort si avvicina alle direttive per la fluttuazione stabilite dal FMI nel giugno 1975, direttive non attuate.

loro di accentuare quei mutamenti che riportano le loro monete entro la fascia obiettivo; in ciò sarebbero aiutati dagli altri paesi partecipanti.

La definizione di una zona obiettivo e una condotta conforme alle regole stabilite sarebbero condizioni indispensabili per poter accedere ai finanziamenti del Fondo europeo per la cooperazione monetaria (Fecom) e beneficiare dell'aiuto degli altri paesi membri. In pari tempo, allo scopo di rendere il Fecom uno strumento credibile che induca i paesi a comportarsi secondo le regole concordate, sarebbe necessario accrescere le agevolazioni creditizie del Fondo stesso. La mancanza di accesso al Fecom, tuttavia, non sarebbe un deterrente per una svalutazione eccessiva o per un rifiuto a rivalutare. In questi casi è da sperare che il consenso d'opinione nel MEC sia sufficiente a indurre il singolo paese a intraprendere l'azione opportuna. Se ciò non avvenisse, il paese potrebbe essere obbligato a prestare l'eccesso di riserve di valute dei paesi membri al Fecom. In casi estremi gli altri paesi membri potrebbero anche prendere in considerazione il ricorso a clausole di salvaguardia previste dal trattato di Roma.

L'accordo sulla definizione e modificazione delle zone obiettivo dovrebbe basarsi su un esame approfondito — in sede CEE — della situazione dei singoli paesi. Questa soluzione è preferibile a regole automatiche, basate su un particolare indicatore quantitativo. Non sarebbe opportuno utilizzare come unico indicatore le variazioni delle riserve, come da taluno si è suggerito. In primo luogo, variazioni delle riserve possono essere il risultato di mutamenti temporanei nel conto capitale; in secondo luogo, vi è il pericolo che variazioni anche modeste provochino flussi speculativi che, a loro volta, farebbero scattare un aggiustamento del cambio. Né si può fare affidamento esclusivo su indici dei costi e prezzi relativi, indici che sollevano problemi statistici e non tengono conto delle variazioni nella voce servizi (per esempio, turismo) e nel conto capitale.

Gli accordi in questione sono compatibili con il fatto che alcuni paesi assumano obblighi più severi, quali il mantenimento dei margini di cambio del « serpente ». Non sarebbe opportuno ampliare questi margini, poiché verrebbe ridotta la stabilità delle transazioni tra i paesi in questione; ma potrebbero essere consentite variazioni del cambio e una fluttuazione temporanea. Nello stesso tempo, i paesi del « serpente » avrebbero una zona obiettivo comune.

L'applicazione delle regole qui proposte, pur lasciando una scelta tra congegni alternativi, porterebbe ad una maggiore stabilità dei

cambi delle monete della Comunità. Le consultazioni non possono però limitarsi ad azioni concernenti i cambi. In realtà, considerando i suoi effetti sulle economie dei paesi membri, il fare affidamento sul tasso di cambio può spesso apparire meno desiderabile di mutamenti nelle politiche interne o del finanziamento del disavanzo. Il riconoscere l'interazione delle misure che possono essere adottate nell'eventualità di squilibri richiederebbe, a sua volta, di condizionare i prestiti del Fecom ad accordi sulle misure da prendere in particolari situazioni. Ciò, invero, è necessario allo scopo di indurre i paesi in surplus ad accordarsi su un sostanziale aumento delle dimensioni del Fondo, indispensabile per il funzionamento delle proposte regole relative all'aggiustamento dei cambi. In uno stadio successivo, tutti i paesi membri potrebbero impegnarsi a prendere i provvedimenti opportuni per mantenersi nella zona obiettivo. Alla fine l'ambito delle decisioni da prendere in comune verrebbe ampliato, e, consentendolo le circostanze, le zone obiettivo sarebbero ristrette.

II. Passi avanti verso il coordinamento delle politiche economiche

Finora abbiamo considerato la necessità di un'azione coordinata per affrontare l'insorgere di squilibri. Un simile coordinamento avrebbe carattere *ex post*; l'obiettivo di evitare l'insorgere di squilibri richiederebbe un coordinamento *ex ante*. La necessità di un coordinamento delle politiche *ex ante* deriva anche dall'interdipendenza delle politiche economiche nazionali dei paesi della CEE. Questa realtà è ben presente ai paesi membri minori, ma sta soltanto cominciando ad essere riconosciuta da quelli maggiori. Eppure, la differenza tra i due gruppi di paesi riguarda più la velocità degli aggiustamenti che gli effetti ultimi delle politiche applicate.

I paesi minori hanno da molto tempo riconosciuto i limiti che l'interdipendenza economica pone alle loro azioni. In primo luogo, l'efficacia delle politiche monetaria e fiscale è gravemente limitata dal debordare nella forma di aumenti delle importazioni e riduzioni delle esportazioni. In secondo luogo, le variazioni del cambio hanno effetti immediati sui prezzi interni. Per i paesi minori i rapporti di parità del potere d'acquisto si mantengono quindi anche nel breve periodo; i prezzi interni e i tassi di cambio si aggiustano in modo parallelo, indipendentemente dal fatto che il mutamento iniziale abbia avuto origine da politiche interne o da aggiustamenti del cambio.

I paesi maggiori hanno una dipendenza minore dal commercio estero e quindi sono esposti a meno ampi mutamenti di esportazioni e importazioni in seguito all'applicazione di politiche espansionistiche, e inoltre a minori variazioni dei prezzi interni in seguito a un aggiustamento del cambio. Tuttavia, la maggiore libertà d'azione dei paesi maggiori non dev'essere sovrastimata. Gli è che, col crescere della interdipendenza delle economie nazionali dei paesi della CEE, il periodo di aggiustamento si va abbreviando e, nell'assenza di barriere al commercio inter-area, gli effetti indiretti dei provvedimenti presi dai paesi maggiori riducono la loro efficacia. Pertanto, politiche espansionistiche avranno un effetto limitato sull'attività interna anche nel caso dei paesi maggiori. E una svalutazione, che può essere utilizzata per correggere il risultante squilibrio della bilancia dei pagamenti, aggraverà le ripercussioni inflazionistiche dell'espansione. Alla fine, le variabili economiche reali saranno probabilmente poco influenzate, mentre il paese avrà messo in moto una spirale inflazionistica difficile da controllare.

Per ragioni simili, in un regime di « fair trade » e di mobilità dei capitali, una eccessiva svalutazione o una mancata rivalutazione non avrebbero effetti duraturi sul livello dell'attività interna a causa dell'inflazione importata. D'altra parte, vantaggi temporanei per un paese implicano perdite per i suoi *partners*. È interesse di tutti i paesi membri concordare un coordinamento delle politiche allo scopo di evitare spostamenti temporanei di risorse e la creazione di pressioni inflazionistiche difficilmente reversibili.

Nel contesto della programmazione a medio termine dell'ultimo decennio si è posto l'accento su intese riguardanti obiettivi di sviluppo economico, disoccupazione e inflazione nei paesi del Mercato Comune, senza pensare al coordinamento dei provvedimenti necessari per raggiungerli. La fissazione di obiettivi è divenuto quindi un esercizio vuoto, come dimostrano le continue deviazioni dei risultati.³ Un approccio più appropriato è raggiungere intese sulle misure di politica economica da coordinare. Ma quali politiche hanno bisogno di un coordinamento? Soluzioni estreme provengono dagli approcci « monetarista » e « fiscalista ».

Gli autori del Manifesto di Ognissanti, pubblicato sull'*Economist* del 1° novembre 1975, pur criticando l'approccio del coordinamento delle politiche economiche, chiedono un'armonizzazione delle

³ Cfr. BELA BALASSA, « Planning and Programming in the European Common Market », *European Economic Review*, ottobre 1973.

politiche monetarie proponendo che i governi nazionali adottino obiettivi monetari non inflazionistici. Questa raccomandazione è basata sulla premessa che si può fare affidamento sulla sola politica monetaria e che l'inflazione può essere eliminata ad un costo relativamente moderato. Per contro, la nuova scuola di Cambridge dà priorità alle politiche fiscali sostenendo che i disavanzi del bilancio pubblico si traducono *in toto* in disavanzi di bilancia dei pagamenti.⁴ Ciò presuppone che l'equilibrio fra risparmi e investimenti privati non sia influenzato dalla politica fiscale, ed assegna un ruolo passivo alla politica monetaria.

Il Manifesto di Ognissanti rappresenta una versione estrema delle opinioni monetariste. È vero che queste, nell'originaria versione americana, sostengono che mantenere la disoccupazione al livello « naturale » è compatibile con qualsiasi tasso di inflazione; riconoscono peraltro che l'aggiustamento ad un tasso di inflazione zero è un lungo processo che implicherebbe un notevole costo economico.⁵ Né si può pensare che tale aggiustamento procedesse tranquillamente senza essere disturbato da tensioni interne o esterne. Gli avvenimenti politici in Francia e in Italia e la siccità dell'estate 1976 costituiscono esempi di perturbazioni interne. La crisi petrolifera, la recessione americana e l'improvviso aumento della domanda di importazioni di generi alimentari da parte dei paesi comunisti hanno avuto origine al di fuori della Comunità. Simili perturbazioni, interne o esterne, interferiscono con il processo di aggiustamento o disturbano l'equilibrio raggiunto. Pertanto, piuttosto che un aggiustamento una volta per tutte alla stabilità dei prezzi, sono necessarie politiche che affrontino perturbazioni ricorrenti. Un'unilaterale persistenza nel perseguire l'obiettivo di un tasso d'inflazione eguale a zero implicherebbe un costo di disoccupazione e sotto-utilizzazione delle risorse, ogniqualvolta una perturbazione particolare avesse avuto ripercussioni inflazionistiche. D'altra parte, i singoli paesi membri, oltre ad essere soggetti a perturbazioni interne diverse, risentono di perturbazioni esterne in misura differente, a seconda della loro struttura economica, del potere di contrattazione dei vari operatori economici e del modo di forma-

⁴ Cfr. R. J. BALL, T. BURNS e J. S. E. LAURY, « The Role of Exchange Rate Changes in Balance of Payments Adjustment - the United Kingdom Case », *Economic Journal*, 87 (March 1977).

⁵ L'esperienza di iperinflazione ricordata da Parkin (MICHAEL PARKIN, « Unione Monetaria e politica di stabilizzazione nella Comunità Europea », in questa Rivista, settembre 1976, pag. 263) è irrilevante in questo contesto, poiché la riforma monetaria susseguente all'iperinflazione implicò la correzione di squilibri che non esistono nell'attuale situazione.

zione delle decisioni di politica economica. È così che gli effetti sulla bilancia dei pagamenti della crisi petrolifera hanno variato da un paese all'altro, secondo la dipendenza dalle importazioni di petrolio, e sono state anche diverse le reazioni politiche sotto forma di aggiustamenti dei prezzi e di misure di conservazione dei prodotti petroliferi.

L'esclusivo ricorso alla politica monetaria significherebbe inoltre utilizzare un unico strumento per perseguire obiettivi diversi e in parte contrastanti, quali la stabilità dei prezzi e la piena occupazione.

L'approccio monetarista assume che un disavanzo di bilancio abbia pieno effetto sull'attività economica se finanziato con creazione di moneta, ma non ne eserciti alcuno se finanziato con indebitamenti sui mercati finanziari. Al contrario, secondo la nuova scuola di Cambridge, un disavanzo di bilancio avrebbe effetti identici sul processo risparmi-investimenti e sulla bilancia dei pagamenti, indipendentemente dal modo di finanziamento. Questo approccio attribuisce un comportamento passivo agli investitori privati, che si assume prendano le loro decisioni di risparmio e d'investimento indipendentemente dal deficit governativo. Né queste decisioni sarebbero influenzate da mutamenti nelle variabili economiche derivanti da quel deficit. Nel presumere l'irrelevanza, per le decisioni private di risparmio e investimento, dell'indebitamento pubblico, la teoria di Cambridge non tiene conto delle possibilità di « estromettere » (« crowding out ») investitori privati. Né prende in considerazione gli effetti di variazioni del saldo della bilancia commerciale sul saldo del bilancio pubblico; e ignora le variabili monetarie.

D'altra parte, non si può assumere, come fanno i monetaristi, che, in assenza di creazione di moneta, variazioni della spesa pubblica e privata si neutralizzino in pieno. E, in ogni caso l'approccio monetarista ha un'ottica essenzialmente di lungo periodo, mentre per il governo dell'economia è importante una politica a medio termine. In realtà, di fronte a perturbazioni continue, non si può nemmeno parlare di un processo di aggiustamento di lungo periodo, ma piuttosto di una serie di medi periodi.

Anche se le prove empiriche sono lungi dall'essere conclusive, sembrerebbe che nel medio periodo siano importanti sia la politica monetaria sia quella fiscale.⁶ Ambedue, pur non essendo egualmente

⁶ Modigliani e Ando in uno studio recente, sperimentando diversi modelli macro-economici, hanno trovato che negli Stati Uniti, in un periodo di 2-3 anni, l'attività economica è influenzata dalla politica monetaria, accompagnata da una posi-

adatte a perseguire particolari obiettivi, sono complementari per quanto riguarda gli effetti.

Queste considerazioni suffragano la necessità di un coordinamento delle politiche monetarie e fiscali nel MEC. Il coordinamento dovrebbe avere la forma di un accordo sugli obiettivi degli indirizzi economici fondamentali, quali il tasso di espansione monetaria, le dimensioni del disavanzo del settore pubblico, il metodo di finanziamento del medesimo. Come suggerisce il rapporto Marjolin, è anche necessario coordinare gli strumenti monetari utilizzati per effettuare particolari politiche.⁷ Tuttavia, date le differenze delle strutture economiche dei singoli paesi, non sarebbe opportuno mirare ad obiettivi identici. Inoltre, gli obiettivi dovrebbero essere determinati da una serie di cifre piuttosto che da un'unica cifra. Con una scelta oculata degli obiettivi verrebbero ridotti i contrasti nella determinazione dei tassi di cambio e si farebbero progressi verso l'integrazione economica europea.

La definizione e l'osservanza di obiettivi per le politiche fiscale e monetaria dovrebbero diventare *conditio sine qua non* per accedere al credito del Fondo europeo di cooperazione monetaria e per il mutuo sostegno dei paesi della CEE. In pari tempo, sarebbe opportuno aumentare l'importanza relativa dei crediti a lungo termine. Crediti a lungo termine contribuirebbero ad accrescere lo sviluppo economico nel Mercato Comune, accelerando la trasformazione strutturale delle economie dei paesi membri; sono anche necessari per rimediare a squilibri strutturali nel Mercato Comune, squilibri che potrebbero accentuarsi in seguito al coordinamento delle politiche monetaria, fiscale e dei cambi. Mentre l'accresciuta applicazione di misure di politica strutturale, in particolare di politiche « regionali », è indispensabile per controbilanciare i possibili effetti nocivi del coordinamento delle politiche monetaria, fiscale e dei cambi, il finanziamento della trasformazione strutturale con fondi della Comunità deve essere condizionato al coordinamento di queste politiche. In tal modo, si creerebbe un *quid pro quo* nell'applicazione di misure che fanno progredire l'integrazione economica della Comunità.

zione fiscale neutrale, così come dalla politica fiscale accompagnata da politica monetaria neutrale. Gli effetti della politica fiscale sembrano maggiori: FRANCO MODIGLIANI e ALBERT ANDO, « Impacts of Fiscal Action on Aggregate Income: The Monetarist Controversy - The Theory and the Evidence », 1975, mimeo.

⁷ Rapport du Groupe de Reflexion « Union Economique et Monétaire 1980 », Commission des Communautés Européennes, 8 marzo 1975. Cfr. anche RONALD I. MCKINNON, « Suggestimenti per una comune politica monetaria in Europa », in questa Rivista, marzo 1973, pag. 3.

III. Istituzione di una moneta parallela: l'Europa

Il progresso verso l'integrazione europea richiederebbe inoltre un mercato dei capitali unificato di dimensioni tali da poter finanziare l'industria europea. Un simile finanziamento è necessario soprattutto per le industrie tecnologicamente più avanzate — per esempio, aeronautica, calcolatori, elettronica —; la sua assenza è stata uno degli ostacoli allo sviluppo di aziende transnazionali europee, che potrebbero utilizzare in pieno economie di scala e competere con efficacia con le produzioni americane.

Denominare le operazioni del mercato dei capitali in termini di una unità monetaria parallela, l'Europa, favorirebbe l'obiettivo di costituire un mercato dei capitali unificato che avrebbe un'ampiezza che i mercati dei capitali nazionali non possiedono. Si potrebbero così conseguire economie di scala nelle transazioni finanziarie, che porterebbero a riduzioni delle differenze tra i tassi di interesse pagati dai mutuatari e ricevuti dai prestatori e contribuirebbero a una maggiore concorrenza ed efficienza nei mercati finanziari.

L'Europa costituirebbe anche un'alternativa al dollaro USA, il cui uso nelle transazioni tra i paesi del Mercato Comune è stato criticato per diversi motivi. A prescindere dal signoraggio che ne deriva all'emittente, le obiezioni riguardano l'utilizzo di una moneta di un paese non membro, che rappresenta soltanto un sedicesimo del commercio del Mercato Comune, nelle transazioni intracomunitarie; l'influenza, su queste transazioni, delle fluttuazioni del dollaro rispetto alle monete dei paesi membri; le ripercussioni della politica monetaria degli Stati Uniti sulle economie dei paesi membri. L'Europa offrirebbe ulteriori vantaggi nel denominare le transazioni commerciali non solo tra i paesi del Mercato Comune ma anche con paesi che hanno forti legami commerciali con la Comunità. L'accresciuto uso dell'Europa nelle transazioni commerciali e finanziarie la renderebbe, a sua volta, attraente come unità di conto per le società transnazionali che svolgono la maggior parte delle loro attività nell'area europea.

L'Europa potrebbe essere utilizzata come unità di conto nelle transazioni del mercato dei capitali, nelle transazioni commerciali, nelle operazioni delle società transnazionali, e nei rapporti tra i governi dei paesi membri e con la Comunità, senza essere un mezzo di pagamento. Questa limitazione implicherebbe però costi di transazione addizionali per conversioni in monete nazionali, e non consentirebbe di

tenere saldi di esercizio in termini di Europa — cosa che sarebbe opportuna per effettuare gli scambi internazionali denominati in Europa. Ulteriori vantaggi sarebbero quindi acquisiti se si usasse l'Europa come mezzo di pagamento. Una soluzione in tal senso sarebbe anche necessaria perché l'Europa divenga una moneta di riserva e d'intervento. L'assunzione di queste funzioni richiederebbe a sua volta l'elaborazione di norme per l'emissione dell'Europa, avendo riguardo anche alla necessità di mantenere l'equilibrio sui mercati valutari.

All'inizio, l'emissione dell'Europa come moneta parallela implicherebbe conversioni di riserve di monete nazionali in Europa, in proporzioni e tempi da concordare. Ciò potrebbe avere luogo nell'ambito del Fondo europeo di cooperazione monetaria, il quale assumerebbe così certe funzioni proprie di una banca centrale. Nello stesso tempo, l'aumento delle risorse del Fondo renderebbe possibile svolgere le funzioni descritte a proposito degli aggiustamenti dei tassi di cambio. L'Europa diventerebbe alla fine anche un numerario in cui definire i tassi di cambio delle monete dei paesi membri. Essa, in definitiva, fornirebbe la base per l'istituzione di una moneta comune europea, se e quando saranno soddisfatte le necessarie condizioni politiche ed economiche.

In breve, l'Europa assolverebbe svariate funzioni in campo privato e pubblico: *a)* sarebbe utilizzata come unità di conto contrattuale, come mezzo di regolamento e come strumento per tenere saldi di esercizio nelle transazioni internazionali private; *b)* sarebbe usata nelle transazioni tra i governi dei paesi membri e la Comunità; *c)* diventerebbe una moneta di riserva e d'intervento; *d)* servirebbe come numerario nella definizione dei tassi di cambio delle monete dei paesi CEE.

Per assolvere adeguatamente queste funzioni, l'Europa dovrebbe uniformarsi a certi criteri: dovrebbe essere attraente per le transazioni correnti e dei capitali; dovrebbe scoraggiare la speculazione; dovrebbe essere accettabile da parte dei governi nazionali e delle istituzioni comunitarie. Questi criteri saranno impiegati nel valutare certe formulazioni alternative su cui occorre ora brevemente fermarsi.

Gli autori del Manifesto di Ognissanti propongono « il lancio di una moneta parallela europea, con potere di acquisto costante... che circolerebbe insieme alle monete nazionali esistenti ». Una simile moneta, pienamente indicizzata, sarebbe attraente per i prestatori, ma non per i mutuatari. Inoltre, sarebbe inaccettabile per i governi nazionali che correrebbero il rischio di massicci spostamenti dalle monete

nazionali verso l'Europa ogni qualvolta i tassi di interesse reali sulle obbligazioni stilate in monete nazionali diventassero negativi. Tassi d'interesse reali negativi sono spesso ricorsi in passato e potrebbero ricorrere in futuro, soprattutto per quanto riguarda titoli a breve termine, il cui mercato è fortemente influenzato dall'andamento congiunturale e dalla politica monetaria. D'altra parte, i mercati finanziari non richiedono che le obbligazioni siano completamente o anche parzialmente indicizzate. Negli Stati Uniti anche le poche obbligazioni con tasso di interesse variabile emesse durante il periodo di forte inflazione, nel 1974-1975, hanno da allora perduto attrattiva. In ogni modo, l'indicizzazione e l'introduzione dell'Europa sono indipendenti l'una dall'altra e perseguono obiettivi diversi. Non si dovrebbe quindi gravare il lancio dell'Europa con il requisito estraneo di un'indicizzazione che, fra l'altro, incontrerebbe difficoltà pratiche nella scelta di un indice appropriato.

Una soluzione alternativa consisterebbe nel collegare l'Europa alla più forte moneta della Comunità. Secondo una variante di questa formulazione, il valore dell'Europa dovrebbe mutare in parallelo con la moneta più forte *ab initio* (cioè dal momento dell'istituzione dell'Europa). Questa variante è esposta alla critica che in ogni momento il valore dell'Europa verrebbe determinato da anteriori variazioni nei valori di monete nazionali. Vi sarebbe inoltre il rischio di movimenti speculativi ogni qualvolta si preveda che una moneta nazionale si apprezzi nei confronti della moneta più forte *ab initio* e quindi dell'Europa. Infine, questa soluzione si identificerebbe nell'opinione pubblica come un agganciamento dell'Europa al marco tedesco, che ha avuto finora il tasso di svalutazione più basso e così continuerà probabilmente nel prossimo futuro.

Collegando l'Europa — secondo un'altra variante — alla moneta più forte *pro tempore* si eliminerebbe il rischio della speculazione, poiché il valore dell'Europa aumenterebbe sempre in misura proporzionale a quello della moneta (monete) che si apprezza (si apprezzano) più delle altre in ogni particolare momento. E la variazione cumulativa del valore dell'Europa non sarebbe eguale a quella di alcuna singola moneta della CEE, a meno che tale moneta non si deprezzasse mai rispetto alle altre — cosa non avvenuta nel recente passato né probabile in futuro. A questo proposito, è interessante l'esperienza degli ultimi anni. Se prendiamo come base il dicembre 1971 e aggiustiamo l'ipotetica moneta parallela ad intervalli trimestrali in rapporto all'apprezzamento della moneta che si è rivalutata di più in ogni trimestre, nel marzo '76

il suo valore avrebbe superato del 42,4 per cento il valore dei DSP e del 51,8 per cento il dollaro americano; le cifre corrispondenti sarebbero 20,9 e 28,7 per cento per il marco tedesco e 5,0 e 11,9 per cento per il franco francese (questi risultati sono dovuti al fatto che il franco francese si è rivalutato nei confronti del marco tedesco tra il dicembre 1971 e il terzo trimestre del 1972, tra il primo e il terzo trimestre del 1974, e tra il quarto trimestre del 1974 e il secondo trimestre del 1975; si è deprezzato invece nei restanti periodi).

La continuazione di queste tendenze farebbe crescere il valore dell'Europa rispetto a tutte le monete della CEE e, con ogni probabilità, rispetto ad ogni altra moneta. Si tornerebbe, si è osservato, a situazioni d'altri periodi, quando monete nazionali tendevano a svalutarsi col tempo nei confronti di una moneta internazionale o parallela. Questa moneta internazionale fu dapprima l'oro, poi la lira sterlina e, nel recente passato, il dollaro USA. Tra i due casi, tuttavia, vi è una differenza importante. Mentre la passata predominanza di monete internazionali era il risultato del libero gioco delle forze di mercato, il valore dell'Europa dovrebbe essere mantenuto artificialmente in modo da evitarle deprezzamenti nei confronti della moneta più forte. Un sostegno simile impegnerebbe la Comunità a fornire Europa a tutti i richiedenti in cambio di monete nazionali e a sopportare il peso del rischio di cambio. Per un'Europa così definita sarebbe inoltre difficile creare mercati a termine, pur necessari per il funzionamento dei mercati dei capitali.

Analoghe obiezioni valgono per l'adozione di regole asimmetriche in formulazioni dell'Europa basate su un paniere di monete e per l'agganciamento del valore dell'Europa a monete che osservano margini più ristretti nei reciproci rapporti di cambio. Nel primo caso, il valore del paniere medio aumenterebbe quando una moneta partecipante si rivaluta, ma non diminuirebbe quando una moneta partecipante si deprezza. La seconda formulazione, oggi usata dalla *Kredietbank*, la più importante emittente di obbligazioni stilate in una unità composita, significherebbe in pratica collegare il valore dell'Europa alle monete del serpente. Ora, aggiustamenti asimmetrici del valore del paniere lo renderebbero equivalente alla moneta più forte *pro tempore*, poiché in ogni momento il valore del paniere muterebbe nella stessa proporzione in cui cambia la moneta che si apprezza, o che si apprezza più delle altre. (Ogni altra definizione di deprezzamento o apprezzamento introdurrebbe un elemento di arbitrarietà.) A sua volta, come si è visto, il serpente è oggi formato

dal marco tedesco e da monete di paesi minori ad esso collegate. La formula del collegamento al serpente è quindi esposta, anche se in misura minore, alle critiche mosse alla soluzione basata sulla moneta più forte *ab initio*.

Un'altra formula, suggerita da Robert Triffin,⁸ porterebbe a definire l'Europa come equivalente, in ogni momento, a quella qualsiasi moneta che sia rimasta la più stabile in termini di una media ponderata di tutte le monete della Comunità. Una simile formulazione è alla base dell'unità di conto dell'Unione Europea dei Pagamenti e dell'unità di conto europea utilizzata dalla *Kredietbank* di Lussemburgo per emissioni obbligazionarie (in ambedue i casi sotto l'influenza del Triffin). Sembrerebbe che la scelta della moneta più stabile eviterebbe fluttuazioni nel valore dell'Europa derivanti da variazioni di una singola moneta non in linea con le altre. Tuttavia, non avviene necessariamente così. Ad esempio, con il deprezzamento della sterlina e della lira italiana nella prima metà del 1976, le monete dei paesi del serpente avrebbero fornito la base per determinare il valore dell'Europa fino alla fluttuazione del franco francese, quando questo divenne il « centro di gravità » tra le monete del serpente da un lato e la sterlina e la lira svalutantesi dall'altro. Pertanto, con la formulazione in esame, variazioni del valore di una singola moneta possono influenzare il valore dell'Europa, poiché, mutando la media, possono esservi spostamenti da una valuta a un'altra quanto a stabilità rispetto alla media. La possibilità di spostamenti simili creerebbe incertezze nei mercati finanziari. Si aggiunga che la formula della moneta più stabile può non essere facilmente comprensibile al pubblico.

La soluzione più semplice sembrerebbe quella di definire l'Europa come una media ponderata delle monete dei paesi membri della CEE. Questa è la formula utilizzata per l'unità di conto ufficiale europea, che assegna i pesi alle monete dei singoli paesi della CEE sulla base del prodotto nazionale lordo e degli scambi con l'estero alla data del 28 giugno 1974. I pesi sono stati successivamente cambiati in conformità alla rivalutazione o svalutazione delle singole monete, con aumenti (diminuzioni) delle quote delle monete rivalutatesi (svalutatesi) nel paniere monetario.

L'unità di conto europea offre vantaggi per le transazioni commerciali tra i paesi del Mercato Comune, poiché fornisce un cardine per le monete nazionali. Ma, con i diversi tassi d'inflazione esistenti

⁸ « La Communauté face au désordre monétaire mondial », in questa Rivista, marzo 1975, pag. 3.

nei paesi membri, la dispersione dei valori delle singole monete intorno all'UCE è destinata a crescere. Questo fatto, si è osservato, ridurrebbe l'attrattiva dell'unità di conto europea, come riserva di valore, a favore di monete più forti, e spiegherebbe lo scarso successo, nei mercati finanziari, di emissioni obbligazionarie che hanno utilizzato la formula del paniere. Inoltre, i paesi in surplus potrebbero essere riluttanti a concedere prestiti in una unità di conto che ha tendenza a deprezzarsi rispetto alle loro monete. Si teme, infine, il pericolo di fughe speculative da un'Europa così definita.

Si può presumere, tuttavia, che differenze nelle variazioni dei valori delle monete della Comunità, col passar del tempo, verrebbero compensate da differenze nei tassi d'interesse. I tassi d'interesse per obbligazioni denominate in Europa tenderebbero quindi ad essere più bassi dei tassi prevalenti per obbligazioni denominate in monete nazionali che tendono a deprezzarsi rispetto all'Europa e più alti dei tassi per obbligazioni in monete che tendono a rivalutarsi. D'altra parte, movimenti speculativi, se sono possibili per fondi a breve termine denominati in Europa, sono un'ipotesi poco probabile per fondi a lungo termine. Né vi è motivo di pensare che, con l'introduzione dell'Europa, aumentino le possibilità di speculazione.

In pari tempo dovrebbe essere sottolineata la necessità che l'Europa venga accolta nei mercati finanziari, che soli possono assicurare un suo uso diffuso. A questo fine possono giovare modificazioni legislative, che consentano alle banche e alle compagnie di assicurazione di tenere in portafoglio obbligazioni denominate in Europa.

Conclusioni

Il programma d'azione qui delineato per ridurre l'incertezza nel commercio e nei pagamenti internazionali e rafforzare il processo di integrazione europea consta di tre elementi: definizione di norme per gli aggiustamenti dei tassi di cambio; armonizzazione delle politiche economiche dei paesi della Comunità; creazione di una moneta parallela, l'Europa.

Il programma suggerisce che i singoli paesi definiscano « zone obiettivo » per i cambi delle rispettive monete, da concordare a livello comunitario. Ogni paese dovrebbe impegnarsi ad astenersi da politiche interne e da interventi sui mercati dei cambi, che possano accelerare movimenti tendenti a portare i valori delle rispettive monete al di

fuori della « zona obiettivo ». Gli accordi sulle « zone » dovrebbero basarsi su un esame approfondito della situazione dei singoli paesi. La definizione e il mantenimento della « zona obiettivo » sarebbero condizioni indispensabili per accedere ai finanziamenti del Fecom e per ottenere il sostegno degli altri paesi membri; ai paesi in surplus si dovrebbe richiedere di versare presso il Fondo le riserve in eccesso.

L'obbligo di consultazioni dovrebbe estendersi ai provvedimenti che possono essere adottati in caso di squilibrio della bilancia dei pagamenti e al coordinamento *ex ante* delle politiche fiscali e monetarie. Sarebbero in particolare necessarie intese su fondamentali obiettivi di politica economica, quali il tasso di espansione monetaria e l'entità del disavanzo del bilancio pubblico.

Il coordinamento delle politiche monetarie, fiscali e dei cambi potrebbe accentuare squilibri strutturali all'interno del Mercato Comune. A favorire un processo di convergenza e a distribuire equamente i frutti del progresso economico dovrebbero intervenire politiche strutturali, in particolare una politica regionale. Ciò richiederebbe un accresciuto finanziamento delle trasformazioni strutturali nei paesi membri, che a sua volta dovrebbe essere condizionato al coordinamento delle politiche fiscali e monetarie.

Il progresso verso l'integrazione europea richiederebbe inoltre un mercato dei capitali unificato, che possa finanziare l'industria europea, soprattutto i settori tecnologicamente più avanzati. A raggiungere questo obiettivo gioverebbe la creazione di una moneta parallela, l'Europa. La quale verrebbe anche usata nelle transazioni commerciali e finanziarie e servirebbe alla fine da numerario per definire le zone obiettivo per i tassi di cambio dei paesi membri.

Esaminate le varie alternative, si propone di definire l'Europa come una media ponderata delle monete dei paesi membri, secondo la formula utilizzata per l'unità di conto europea. Allo scopo di rendere l'Europa maggiormente accettabile dai mercati finanziari, le legislazioni nazionali dovrebbero essere modificate nel senso di consentire alle banche e alle compagnie di assicurazione di tenere in portafoglio obbligazioni stilate in Europa.

BELA BALASSA