

## Tassi di cambio, tassi di interesse e moneta parallela nella CEE

I primi tentativi ufficiali di realizzare l'unificazione monetaria europea furono intrapresi nel momento in cui il sistema dei cambi fissi era sull'orlo del collasso; negli anni che sono trascorsi da allora la situazione non è certo stata più favorevole. Tuttavia, di recente sono apparsi accenni di miglioramento. Mentre i pericoli di cui è gravida la situazione economica mondiale sottolineano, non meno chiaramente che in passato, il ruolo essenziale che l'unificazione monetaria è chiamata a svolgere, le difficoltà che si frappongono all'unificazione appaiono meno proibitive. In questa nota si richiama l'attenzione sugli sviluppi nell'economia mondiale e nei paesi membri della CEE, che sembrano giustificare questa affermazione; inoltre, si avanzano alcuni suggerimenti specifici, atti a far progredire l'unificazione monetaria.

### **Il contesto economico mondiale negli anni settanta**

Variazioni discontinue, quale la quadruplicazione in un solo colpo del prezzo del petrolio, hanno preso il posto di aggiustamenti graduali, causando una maggiore instabilità dell'economia mondiale. Le perturbazioni non generano le forze idonee a riportare il sistema in equilibrio. Come nella variante "esplosiva" del noto "cobweb theorem", o teorema della "tela di ragno", originariamente formulato per interpretare il comportamento del mercato di alcuni prodotti agricoli, ciò che pare stia accadendo è il passaggio da una posizione di equilibrio instabile ad un'altra, anch'essa di instabilità. I sussulti intralciano il corretto funzionamento del processo di aggiustamento attraverso il mercato anche perché accrescono le probabilità che le politiche di riequilibrio, alle quali diviene necessario ricorrere, vadano oltre il segno.

La maggiore instabilità è accompagnata da una crescita economica più lenta. Nell'ambito dell'economia mondiale, i paesi industriali soffrono di difficoltà loro proprie. I sindacati hanno avuto tendenza a "sovranicipare" l'inflazione; la spinta salariale non solo ha agito da fattore autonomo di inflazione, ma ha anche ridotto la quota dei profitti industriali. Il finanziamento degli investimenti è stato reso più difficile, mentre la riduzione dei margini di profitto, in un contesto in cui il rischio d'impresa è divenuto più elevato, ha eroso la propensione ad investire. Conseguentemente, le capacità produttive non hanno tenuto il passo con l'incremento delle forze di lavoro; ciò che spiega, in larga misura, l'aumento della disoccupazione, nel corso degli ultimi anni, nella maggior parte dei paesi industriali.

Mentre progressi notevoli sono stati compiuti per liberarci dalla soggezione a teorie di stabilizzazione meno rilevanti nel contesto attuale, i rimedi applicati sono spesso sbagliati. Di fronte ad un'accresciuta incertezza, si tende a indulgere a sforzi tesi a "congelare" l'esistente struttura dell'occupazione e della produzione, in una misura che è incompatibile con la necessità di effettuare aggiustamenti fondamentali nella remunerazione rispettiva del lavoro e del capitale, nell'allocazione delle risorse (tra usi interni ed esterni, presenti e futuri, pubblici e privati), nella struttura della produzione in risposta al forte variare dei prezzi relativi e della domanda mondiale e all'emergere di paesi industriali nel Terzo mondo, il cui peso come esportatori di manufatti è una nuova sfida per i paesi di antica industrializzazione.

In questi ultimi le difficoltà interne ed esterne interagiscono. In passato, le politiche espansive della domanda spesso riuscivano a creare le condizioni macroeconomiche per accrescere la produttività; sollecitando un volume di domanda in linea con l'offerta corrispondente alla piena utilizzazione delle capacità produttive, era possibile, pur in presenza di cospicui incrementi salariali, contenere i costi unitari di produzione. In tal modo, si riusciva a mantenere detti costi in un rapporto con i prezzi che consentiva la remuneratività degli investimenti. L'intensa attività d'investimento, a sua volta, rendeva possibile il mantenimento di elevati tassi di sviluppo e di occupazione.

Ma il "deficit spending", come è stato praticato per lunghi anni, ha fatto raggiungere alla spesa pubblica una dimensione, che in alcuni paesi si aggira intorno alla metà del prodotto interno lordo. Poiché la spesa corrente e, in particolare, i pagamenti per trasferimenti sociali sono stati la componente più dinamica della spesa pub-

blica, si è ridotto in corrispondenza lo spazio per gli investimenti. L'ampiezza dei disavanzi (equivalenti, in taluni casi recenti, a circa 10 per cento del p.i.l.) ha reso difficile il loro finanziamento senza ricorrere alla banca centrale, ossia senza stampare moneta. Sicché le politiche di "deficit spending" hanno comportato una crescente carica inflazionistica, interessando sempre più le variabili monetarie (prezzi), e sempre meno quelle reali (produzione, investimenti, occupazione).

La circostanza che la manovra della domanda in direzione espansiva ha oggi minor successo nel consentire un tasso sufficiente di profitto sugli investimenti, allo stesso tempo mantenendo sotto controllo il tasso d'inflazione, indica che occorre contenere la crescita dei salari e degli altri costi di lavoro in modo da rovesciare la tendenza dei profitti al deterioramento, tendenza in atto già da parecchi anni.

Ma, nell'attuale regime di tassi di cambio flessibili, la moneta dei paesi, che abbiano avuto più successo nel contenere il costo del lavoro, tende ad apprezzarsi in misura proporzionale, o addirittura superiore, al vantaggio relativo acquisito in termini appunto di costo del lavoro. In corrispondenza, la crescita dei prezzi viene contenuta, sicché la relazione strategica tra costi unitari e prezzi non viene modificata in senso favorevole ai profitti. D'altra parte, per i paesi in posizione più debole e con moneta che si deprezza, il deterioramento delle ragioni di scambio implica che essi devono trasferire all'estero una quota maggiore del prodotto; diminuisce quindi la quota disponibile all'interno per la remunerazione del capitale (e del lavoro).

Da un punto di vista generale, l'aumento traumatico del prezzo del petrolio ha introdotto più che un granello di sabbia nel meccanismo, in virtù del quale la maggior parte del reddito mondiale complessivo affluiva ai paesi industriali, che così potevano alimentare una crescente domanda di beni che incorporano una larga componente di tecnologie avanzate, ossia di beni prodotti da quegli stessi paesi; ciò che, a sua volta, tendeva a mantenere favorevoli le loro ragioni di scambio ed elevata la loro quota del reddito mondiale complessivo.

L'interazione di eventi esterni ed interni ha moltiplicato le difficoltà che incontrano le politiche volte a conseguire un grado soddisfacente di stabilità monetaria, un tasso di sviluppo economico prossimo al tasso potenziale e la piena occupazione. Il risultato è che le misure protezionistiche appaiono, dal punto di vista di un numero crescente di paesi, come la meno costosa via d'uscita; dopo tutto, il teorema in favore della libertà degli scambi poggia sul presupposto della piena occupazione e difficilmente se ne può difendere la validità

una volta che quel presupposto sia venuto meno. Il ricorso a controlli amministrativi nel commercio e nei pagamenti internazionali va quindi assumendo vaste proporzioni. I costi impliciti nell'applicare quei controlli e nei tentativi che si fanno per aggirarli sono elevati, sebbene le distorsioni nei flussi internazionali e regionali delle risorse, dovute ad effettive deviazioni degli scambi, non abbiano forse ancora raggiunto una dimensione molto ampia.

Esiste però un danno "invisibile" provocato dalle attuali politiche: la redditività degli investimenti, che si fanno in funzione dell'approvvigionamento anche dei mercati d'esportazione, è resa dubbia dal pericolo che questi mercati siano improvvisamente bloccati mediante controlli amministrativi ovvero divengano poco ricettivi a causa di bruschi rovesciamenti di politiche iper-espansive. Il maggior grado di incertezza, che ne consegue, rende i produttori meno inclini ad impegnarsi in nuovi investimenti e le imprese più esitanti ad entrare in mercati, le cui dimensioni potrebbero restringersi bruscamente. Questo abbassa l'elasticità delle curve di offerta e tende, in ultima analisi, a frustrare le politiche antinflazionistiche. La stabilità e la crescita, obiettivi ai quali il mercato comune si riteneva avrebbe dato un apporto positivo, hanno perduto terreno negli ultimi anni anche in Europa.

Data la tendenza degli investimenti e dell'attività produttiva a ristagnare, crescono i timori che le variazioni dei tassi di cambio, i sussidi governativi alle industrie e analoghe misure possano essere impiegati dai paesi industriali come strumenti di politiche commerciali aggressive, perseguite in funzione di tentativi di approccio alla piena occupazione di intonazione nazionalistica. I problemi dei paesi, che a causa di siffatte politiche fossero spinti in posizione di disavanzo nei pagamenti correnti, sarebbero aggravati dagli effetti depressivi emananti da un moltiplicatore del commercio estero divenuto negativo.

La relazione di cambio con il dollaro USA appare esplosiva. Si teme che gli Stati Uniti possano cercare di compensare il loro cospicuo deficit con i paesi dell'OPEC accrescendo le esportazioni nette verso l'Europa e gli altri paesi industriali. Dato il peso relativamente ridotto delle importazioni nell'economia americana, non vi è un forte rischio che il deprezzamento del tasso di cambio attizzi l'inflazione interna e che questa, a sua volta, faccia ulteriormente deprezzare il cambio, innescando in tal modo il "circolo vizioso" che ha frustrato le politiche di stabilizzazione nelle economie di minori dimensioni,

che non hanno potuto dispensarsi dal ricorso alla manovra del cambio. D'altro canto, essendo il dollaro una moneta internazionale, detenuta in grande quantità sia per transazioni creditizie e finanziarie, sia come riserva di liquidità ufficiale e privata, possono prodursi variazioni nell'equilibrio tra offerta (totale) e domanda, atte a determinare un suo deprezzamento eccessivo in termini di competitività, a causa di una minore propensione a detenere dollari piuttosto che di una deliberata politica di deprezzamento.

#### Un accordo sui tassi di cambio intra-comunitari e sui tassi di interesse

Data l'attuale copiosa offerta di dollari, è probabile che i paesi membri della CEE non saranno incalzati da problemi di liquidità esterna, come invece è finora accaduto a taluni di essi nel corso degli anni settanta; peraltro, non ne discende che esistano oggi le condizioni appropriate per giungere ad un accordo sui tassi di cambio del tipo che anticiperebbe, nella sostanza, l'unione monetaria. Non prima di alcuni anni gli stati membri potranno, probabilmente, fare a meno delle variazioni dei tassi di cambio per compensare l'effetto dei diversi tassi di inflazione sulle rispettive posizioni competitive. Inoltre, le attuali posizioni competitive possono, esse stesse, abbisognare di correzione mediante variazioni dei tassi di cambio "reali", allo scopo di condurre a termine il processo di aggiustamento alle nuove scarsità relative e ai nuovi indirizzi della domanda mondiale. Ciò, nel caso di alcuni paesi membri, presuppone fra l'altro che si riesca ad aver ragione di una diffusa inefficienza, industriale e amministrativa, del settore pubblico. Mentre sarebbe prematuro reintrodurre ora parità stabili, ciò che si può e si dovrebbe fare è *stabilizzare le aspettative sull'evoluzione dei tassi di cambio*.

È noto che i paesi membri, le cui monete fluttuano, hanno trovato nel tasso di cambio *effettivo* (cioè, ponderato in base al commercio estero) un utile punto di riferimento per quanto riguarda le transazioni in conto corrente. Ma il ruolo delle transazioni creditizie e finanziarie internazionali è importante e dovrebbe assumere maggior rilievo nella prospettiva dell'unione monetaria; dal punto di vista di queste transazioni ciò che conta sono i tassi di cambio *di mercato*. Un accordo tra i paesi membri di non lasciar variare tali tassi in misura maggiore, ad esempio, del 2 o del 3 per cento nel corso di un

trimestre o di un quadrimestre scorrevoli (giornalmente o settimanalmente), potrebbe stabilizzare le aspettative in un contesto di politiche economiche e monetarie fundamentalmente coerenti con quell'obiettivo. Nel 1975 fu concluso un accordo tra le banche centrali della CEE per una politica comune nei confronti del dollaro, imperniata sulla limitazione delle fluttuazioni giornaliere dei tassi di cambio; lo scopo era quello di mantenere "condizioni di mercato ordinate". La riduzione dell'incertezza circa l'evoluzione dei tassi di cambio, per periodi di tre/quattro mesi mobili, non solo contribuirebbe a mantenere condizioni ordinate, ma incoraggerebbe anche la crescita di un mercato comune del credito al di sopra delle aree monetarie nazionali.

Lo stimolo a sviluppare un mercato comune per i capitali a breve deriverebbe dal fatto che un accordo sui tassi di cambio del tipo qui sommariamente indicato creerebbe maggiore spazio per arbitraggi sui tassi di interesse tra i vari mercati monetari nazionali (senza copertura del rischio di cambio a termine). I residenti di un paese per la cui moneta esistessero aspettative di deprezzamento entro tre mesi in misura (ad esempio, del 2 per cento) pari al differenziale dei tassi di interesse (in questo caso, quindi, l'8 per cento annuo) avrebbero ancora convenienza a finanziarsi in valuta, dati i diversi gradi di certezza inerenti, rispettivamente, ad un guadagno sicuro (in conto interessi) e ad una perdita attesa (per variazione del tasso di cambio).

Ciò che si suggerisce, quindi, è un accordo, che riguarderebbe sia i tassi di cambio sia i tassi di interesse, ai termini del quale al differenziale degli interessi sarebbe impedito di scendere a un livello minore della misura in cui il tasso di cambio potrebbe deprezzarsi. L'accordo non richiederebbe necessariamente un comportamento perfettamente simmetrico da parte delle monete che si deprezzassero e di quelle che si apprezzassero.

Il coordinamento di politiche monetarie, che sono imperniate sulla fissazione di obiettivi di crescita degli aggregati monetari e/o creditizi e, quindi, permettono ai tassi d'interesse di trovare il livello appropriato, si sta rivelando più efficace, nel determinare una relazione tra i livelli dei tassi di interesse nazionali coerente sul piano internazionale, dell'approccio precedente che poneva l'enfasi sul tasso d'interesse come la principale variabile strumentale. La coerenza internazionale dei tassi di interesse esiste *grosso modo* già con l'attuale grado di coordinamento delle politiche monetarie in un contesto in cui le autorità monetarie non sono totalmente libere da vincoli in materia di tassi di interesse, dovendo preoccuparsi che quei tassi non

siano troppo elevati, o troppo bassi, o infine troppo instabili. In aggiunta, la presente proposta comporta una limitazione delle opzioni, in sede di fissazione degli obiettivi di crescita monetaria, in quanto introduce un vincolo di tassi di cambio, il quale potrebbe peraltro essere aggiustato ad una velocità massima prestabilita. In prossimità del tasso massimo di variazione consentito, il tasso di cambio cesserebbe di essere una variabile endogena, residuale e diverrebbe una variabile obiettivo, governata dagli interventi delle autorità monetarie sul mercato dei cambi. Tuttavia, di fatto, i valori *ex ante* delle variabili monetarie quantitative potrebbero non risultarne modificati, in quanto le politiche economiche e monetarie mirino dall'inizio a un progresso equilibrato verso la stabilità monetaria (interna e esterna) e siano perseguite in guisa coerente, nel quadro di un'integrazione crescente.

Poiché l'attuale indirizzo di politica monetaria e creditizia è più idoneo a creare le premesse economiche per la stabilità dei tassi di cambio, un accordo mirante a stabilizzare le aspettative sui cambi poggierebbe oggi su una base più solida di quella di cui potevano disporre gli schemi ambiziosi proposti all'inizio degli anni settanta, quando i governi professavano adesione al sistema delle parità fisse, ma di fatto perseguivano politiche interne che presupponevano già la fluttuazione delle loro monete. Il progresso verso la stabilizzazione e l'integrazione sarebbe attualmente favorito da un esercizio in materia di cambi analogo a quello che si fa sul fronte interno, con la fissazione di obiettivi monetari e creditizi.

Il coordinamento delle politiche monetarie e creditizie, in funzione della convergenza degli andamenti dei prezzi e di una crescente stabilità nella struttura dei tassi di cambio, difficilmente può spingersi al di là del breve periodo a meno di estendere il coordinamento agli altri settori. Nelle attuali circostanze e nella prospettiva dell'elezione a suffragio universale diretto del Parlamento europeo, un progresso potrebbe essere, forse, ottenuto con l'impegno dei governi di adire gli organi comunitari nell'ipotesi, ad esempio, di un imminente aumento della spesa pubblica (e/o del fabbisogno finanziario del settore pubblico) o di aumenti salariali, la cui misura fosse chiaramente incompatibile con l'accordo sui tassi di cambio.<sup>1</sup> Decisioni e azioni nazionali,

<sup>1</sup> Non si intende approfondire in questa sede i particolari dell'accordo. Comunque, si rileva che si dovrebbe decidere se le autorità monetarie sarebbero tenute a richiamare pubblicamente l'attenzione sull'evoluzione in prospettiva di certe variabili strategiche, che richiedesse un ampliamento della variazione massima ammessa del tasso di cambio, e a specificare quale sarebbe la nuova variazione massima.

che toccassero l'interesse generale della Comunità a più stabili relazioni tra gli stati membri e al loro sviluppo, giustificerebbero la partecipazione di organi comunitari alla ricerca di soluzioni per i conflitti e le crisi nazionali. La partecipazione della Comunità alla gestione delle crisi potrebbe forse essere promossa sviluppando il dialogo tra Parlamenti nazionali e Parlamento europeo, al livello delle rispettive commissioni competenti per gli affari economici, monetari, finanziari e per le relazioni industriali.

In ultima analisi, dovrebbe essere possibile fare a meno, nel processo di aggiustamento, di maggiorazioni della misura massima concordata per l'apprezzamento o il deprezzamento eventuale del tasso di cambio in un dato periodo; se così non fosse, si cedrebbe a politiche nazionali che bloccassero il grado di convergenza ora raggiunto e ripristinassero la divergenza degli andamenti economici e monetari nazionali.

Ai termini dell'accordo qui proposto le variazioni dei tassi di cambio aventi lo stesso segno sarebbero cumulative; sarebbe quindi possibile realizzare — se e quando necessario — il graduale aggiustamento dei tassi di cambio intracomunitari in guisa coerente con l'evoluzione della struttura di equilibrio delle posizioni competitive. Questa circostanza e il fatto che i paesi con bilancia dei pagamenti debole sono stati recentemente in grado di rafforzare la propria liquidità esterna, non dovrebbero dar luogo al sorgere di un problema di credibilità nell'applicazione dello schema. Ciò è necessario se si vuole raggiungere l'obiettivo specifico dell'accordo, che è quello di promuovere lo sviluppo di movimenti di capitali stabilizzanti e di contribuire in tal modo all'allocazione ottimale, al di sopra delle frontiere nazionali, dei risparmi detenuti in forma liquida nei vari paesi.

Il tasso di cambio con il dollaro USA è, in generale, il tasso di mercato più significativo. Sia negli interventi ufficiali sui mercati dei cambi, sia nelle transazioni creditizie e nei pagamenti internazionali effettuati dalle banche si utilizza il dollaro USA in misura preponderante. Un accordo sui tassi di cambio tra le monete CEE non può essere realizzato per il momento altrimenti che utilizzando il dollaro nella funzione di intermediario. Sono i movimenti del tasso di cambio di ciascuna moneta CEE nei confronti del dollaro che, per cominciare, sarebbero contenuti nella misura concordata; si dovrebbe, quindi, cercare di ottenere la cooperazione delle autorità statunitensi, che comunque è essenziale per evitare condizioni di disordine sui mercati valutari mondiali; la coesione tra le monete CEE se ne gio-

verebbe solo indirettamente. Nei casi in cui fosse necessario un generale aggiustamento del tasso del dollaro, tutte le valute dei paesi membri si muoverebbero nella stessa direzione nei confronti di quella moneta (sebbene qualcuna di esse si potrebbe trovare nelle condizioni di dover, singolarmente, compiere ulteriori aggiustamenti). Nei casi di squilibri generali tra la Comunità e il resto del mondo, gli aggiustamenti di cambio nei confronti delle valute terze sarebbero facilitati qualora non vi fosse incertezza circa le decisioni di ciascun paese membro della Comunità; un'azione comune (anche se parziale) da parte di tutti i paesi della CEE consentirebbe di fare quegli aggiustamenti senza (troppo) distorcere le posizioni concorrenziali all'interno della Comunità. A mano a mano che i casi di aggiustamento generale cresceranno in numero e importanza rispetto agli aggiustamenti di singole valute comunitarie, le connessioni tra i mercati creditizi dei paesi membri tenderanno ad assumere un più accentuato carattere europeo; si accrescerà l'uso delle monete comunitarie e diverrà possibile collegare i tassi di cambio delle monete CEE mediante uno strumento monetario riflettente il "comportamento" medio (ponderato) di quelle monete. A tale strumento monetario sono dedicate le pagine che seguono.

#### Transizione dall'unità di conto europea ad una moneta parallela

Il recente miglioramento nella posizione di liquidità esterna dei paesi, per i quali era gravemente peggiorata negli ultimi anni, non soltanto è atto a facilitare un'ordinata attuazione del delineato accordo sui tassi di cambio; esso rende anche attuale il progetto di mettere in comune le riserve.

Vi sono vari metodi per pervenire alla messa in comune delle riserve; non tutti furono presi in considerazione e discussi allorché, nel 1973, la proposta fu originariamente presentata. Un metodo potrebbe consistere in un accordo ai termini del quale i paesi membri depositerebbero presso il Fondo Europeo per la Cooperazione Monetaria (FECOM) una quota delle loro riserve in oro e valute ricevendo un importo equivalente di unità di conto europea (UCE).<sup>2</sup> Poiché

<sup>2</sup> L'ammontare delle riserve, che ciascun paese verserebbe, non sarebbe necessariamente determinato in modo rigidamente proporzionale alle proprie riserve globali. Si potrebbero prendere in esame altre "chiavi", già usate nell'ambito della Comunità, o altri criteri di natura del tutto diversa.

queste ultime sarebbero utilizzabili principalmente per effettuare regolamenti tra le banche centrali della CEE, esse rappresenterebbero una sorta di diritto speciale di prelievo (DSP) europeo; più precisamente, l'unità di conto sarebbe elevata, contro deposito di oro e/o valute come collaterale, al ruolo di una moneta circolante tra organismi ufficiali.

Ciò ancora non andrebbe al di là di quanto è stato realizzato a livello mondiale, ossia la creazione di uno strumento di riserva e di regolamento (che, nel caso della Comunità, sarebbe garantito da attività "esterne" ad essa). Ma l'obiettivo finale di un'unione monetaria deve comprendere la creazione di una moneta comune; si propone perciò che la transizione ad una moneta comune sia preparata mediante una serie di misure appropriate, da adottare *subito*.

L'elevazione dell'unità di conto europea al ruolo di strumento di riserva e di regolamento, cioè di moneta per uso ufficiale, già costituirebbe una di tali misure. La sua ulteriore evoluzione verso una moneta di intervento ne presuppone l'acclimatazione nei mercati e l'accettazione come moneta parallela per le transazioni di mercato, durante un periodo transitorio. Un'unità della moneta parallela ("Europa") sarebbe uguale ad un'UCE. L'introduzione dell'"Europa" nei mercati della Comunità presuppone che l'UCE, così com'è ora definita, sia competitiva con la moneta che oggi esplica il ruolo di collegamento tra i diversi mercati nazionali dei capitali: il dollaro degli Stati Uniti. Molto probabilmente, le prospettive dell'UCE nei confronti del dollaro non sono mai state così favorevoli, sin dalla sua introduzione, nel 1975. La presente debolezza della moneta americana non è totalmente imputabile a fattori ciclici; essa è, in larga misura, il risultato del deterioramento della bilancia energetica degli USA. Le difficoltà attuali del dollaro, essendo dovute anche ad un importante fattore strutturale, sono probabilmente destinate a permanere, anche se con intermittenza.

Ciò, unitamente ai progressi realizzati sulla via della stabilizzazione dalle economie con moneta debole, sta creando una costellazione di condizioni propizie al lancio di prestiti denominati in UCE; non è improbabile che prestiti in UCE siano lanciati sui mercati internazionali in un prossimo futuro. Un segnale ufficiale servirebbe da catalizzatore; quel segnale potrebbe venire dalla sessione di aprile del Consiglio Europeo. Il Consiglio Europeo potrebbe dare quel segnale nella forma di una dichiarazione ai termini della quale i Governi dei paesi membri non solleverebbero obiezioni contro l'uso

dell'unità di conto nei rapporti contrattuali, ivi compresi i depositi bancari; di un'affermazione del proposito di utilizzare essi stessi l'UCE; infine, di un invito in tal senso alle istituzioni comunitarie (in particolare, alla Banca europea per gli investimenti, nelle sue operazioni di provvista).

In virtù della sua struttura ("paniere" di valute), l'UCE sarebbe interessante specialmente per gli investimenti a lungo termine, nei riguardi dei quali la dispersione delle aspettative (sul rischio di cambio) è maggiore. L'altalena dei tassi di cambio negli ultimi cinque anni e le recenti, ampie variazioni nella forza relativa di alcune delle principali monete dovrebbero aver resa l'UCE attraente anche all'investitore-tipo a medio termine.

A parere dello scrivente non sarebbe necessario — e neppure auspicabile — definire l'"Europa" in guisa tale da dare l'assoluta certezza che essa sarebbe più forte della più forte moneta nazionale; sarebbe sufficiente (e desiderabile) rendere l'"Europa" *tendenzialmente* una valuta forte. Se l'attuale formula dell'UCE non fosse considerata soddisfacente da parte dei paesi a moneta forte, potenziali creditori in UCE, detta formula potrebbe essere modificata semplicemente inserendo nel presente meccanismo una clausola (di semi-indicizzazione) in base alla quale, qualora l'aumento dei prezzi nella Comunità dovesse superare una certa soglia (ad esempio, 4 o 5 per cento all'anno), l'"Europa" sarebbe rivalutata in misura pari all'eccesso, rispetto alla soglia, dell'aumento verificatosi. Un'indicizzazione *totale* in termini di potere d'acquisto (di beni e servizi) non favorirebbe l'acclimatazione dell'"Europa"; gli strumenti monetari devono incontrare il favore sia dei debitori sia dei creditori, sia nei paesi a moneta debole sia in quelli a moneta forte. È, inoltre, da tener presente che la traiettoria dell'"Europa" non sarebbe guidata mediante la sola variabile rappresentata dal suo valore capitale; una appropriata politica dei tassi d'interesse dovrebbe contribuire alla sua ordinata e graduale accettazione in entrambi i gruppi di paesi.<sup>3</sup> Un'ordinata acclimatazione dell'"Europa" sarebbe facilitata dall'applicazione dell'accordo sui tassi di interesse e sui tassi di cambio, delineato nel paragrafo precedente.

La debolezza del dollaro causa tensioni nei tassi di cambio intra-

<sup>3</sup> All'inizio, l'"Europa" potrebbe essere usata per transazioni maggiori di un determinato ammontare; non appena risultasse la disponibilità di più vaste categorie di utilizzatori ad effettuare transazioni in "Europa", l'emissione di certificati di grande taglio verrebbe completata con l'emissione di titoli e note di taglio decrescente.

comunitari, dato che le monete della CEE non sono dotate di uguale forza di attrazione come monete-rifugio per i capitali speculativi che abbandonano il dollaro. Essa tende ad alterare la struttura corrente dei tassi di cambio anche nei casi in cui quella struttura sia valida dal punto di vista delle transazioni intracomunitarie, in quanto rafforza le spinte al rialzo delle monete che possono vantare una tradizione di maggior stabilità monetaria. L'uso dell'"Europa" potrebbe ottenere il risultato di ridurre in progresso di tempo questo "effetto riflesso" (*mirror effect*) della debolezza del dollaro, il quale nel corso degli ultimi mesi ha interessato anche monete che non possono vantare un passato di stabilità e, almeno in un caso, ha posto le autorità di fronte a difficili dilemmi di politica monetaria ed economica.

All'inizio, il ruolo dell'"Europa" — a metà strada tra un'unità di conto e una moneta nascente — sarebbe necessariamente modesto; sarebbe, però, affrettato trarre da ciò la conclusione che l'approccio imperniato sull'introduzione di una moneta parallela non valga la pena di essere seguito. Una moneta comune è una componente essenziale dell'unione monetaria; l'approccio evolutivo, in cui la moneta comune passa per lo stadio di moneta parallela, prima di raggiungere la condizione di moneta unica, è quello che appare appropriato oggi, sul piano sia economico sia politico; esso consente, perciò, di prendere subito misure in quella direzione. Quell'approccio permette di inserire più attivamente i meccanismi di mercato nel processo di unificazione monetaria, che quindi potrebbe — e invero dovrebbe — essere concepito come una successione di provvedimenti ufficiali e di risposte del mercato inter-agenti lungo il sentiero che conduce gradualmente all'unione monetaria. Quanto l'approccio possa essere graduale non è dato prevedere: l'esperienza indica che il processo di unificazione monetaria non si presta ad essere regolato da un rigido calendario; peraltro, una volta iniziato, quel processo potrebbe avanzare rapidamente.<sup>4</sup> Ciò che importa è che esso sia sottoposto al collaudo dei mercati e, quindi, offra garanzie di fattibilità e di accettabilità più efficaci di quelle che possono venire esclusivamente da decisioni politico-amministrative.

Inoltre, l'approccio basato sulla moneta parallela non presuppone che le autorità nazionali si privino in blocco delle attuali loro

<sup>4</sup> Il presidente della Commissione della CEE ha sottolineato, in un recente discorso sulle prospettive dell'unione monetaria, che l'"evoluzione è un processo il quale, una volta avviato, procede sia gradualmente, sia per salti".

funzioni monetarie, ciò che secondo l'opinione dei più non è obiettivo cui si possa mirare realisticamente nel prossimo futuro. È necessario (e sufficiente per il momento) un accordo che consenta alla Comunità di condividere con le autorità nazionali poteri monetari effettivi. La coerenza delle politiche monetarie nazionali può essere raggiunta — come risulta dall'esperienza più recente — senza, e *quindi prima*, che siano trasferiti ad un organismo comunitario centrale *tutti* i poteri in campo monetario.

L'obiettivo immediato deve essere quello di rendere *meno episodiche* la coerenza delle politiche nazionali e la convergenza nelle tendenze dei costi e dei prezzi. Un sistema monetario dualistico, che vedrebbe la luce quando l'"Europa" divenisse un concorrente effettivo delle monete nazionali (spesso mal gestite), costituisce probabilmente un contesto più idoneo a raggiungere quell'obiettivo. L'introduzione dell'"Europa" potrebbe dare alla Comunità il potere, di cui è attualmente carente, per contribuire a realizzare in modo sistematico e più efficace una politica di offerta di moneta a livello europeo: una grande carota può farsi valere anche da grande bastone. La creazione di moneta a livello nazionale può essere (e, seppure in diversa misura, è stata) inflazionistica; ciò che occorre, per fare della Comunità un'isola di stabilità, è controllare la creazione *complessiva* di moneta nell'intera area comunitaria. L'introduzione dell'"Europa" dovrebbe consentirci di avvicinarci a quell'obiettivo, prima che sia possibile godere i benefici derivanti dalla creazione di un'autorità monetaria centrale con poteri esclusivi. Nel frattempo, gli utenti di monete nella Comunità avrebbero a disposizione un maggior numero di scelte; ne conseguirebbero, verosimilmente, minore inflazione e maggiore benessere.

Questo scritto vuole essere un contributo al rilancio del dibattito sull'unione monetaria recentemente sollecitato dalla Commissione CEE nella prospettiva delle elezioni dirette del Parlamento europeo. Esso considera soltanto alcuni aspetti dell'unificazione monetaria; sicché le misure suggerite non rappresentano un insieme di condizioni, di per sé sufficienti, ad imprimere una svolta decisiva all'integrazione economica europea. Gli squilibri esterni e le divergenze nello sviluppo del reddito tra stati membri non sono un fenomeno meramente monetario; gli uni e le altre si manifesterebbero anche se fossimo in regime di baratto. Profondi aggiustamenti nelle strutture sociali e nei sistemi economici dei paesi membri sono necessari per porvi rimedio; le tensioni, che il processo di aggiustamento gene-

rerebbe nei paesi e nelle regioni più deboli, possono essere mitigate mediante adeguati trasferimenti di reddito e di capitali dall'esterno.

Sarebbe peraltro errato dedurre che le misure monetarie qui suggerite, poiché non costituiscono una condizione sufficiente, sono anche non necessarie; ciò equivarrebbe ad affermare che accordi monetari emananti impulsivi verso la graduale convergenza delle politiche e l'integrazione delle economie nazionali non farebbero una differenza di rilievo rispetto ad una situazione che, come quella attuale, non presenta meccanismi in grado di emanare impulsi siffatti. Le misure proposte aiuterebbero a trasformare l'andamento "a tela di ragno" delle economie europee, dalla varietà "esplosiva", in quella "convergente" verso posizioni di equilibrio stabile.

Essendo necessarie, le misure qui indicate dovrebbero essere adottate ora che lo scenario europeo e quello mondiale appaiono entrambi meno sfavorevoli che in qualsiasi altro momento dalla fine degli anni sessanta. Occorre evitare che le esitazioni, radicate negli insuccessi subiti in passato, ci impediscano di riprendere il cammino verso l'unione economica e monetaria, questa volta che potremmo essere sulla strada giusta.

GIOVANNI MAGNIFICO