

Riflessioni sulla politica monetaria internazionale *

1. Le tentazioni del diritto monopolistico di produrre base monetaria

Più di seicento anni or sono l'abate Gil li Muisil di Tournai lamentava con accenti desolati la baraonda della situazione monetaria. Non c'era da stupirsi. Il Re di Francia, in dieci anni, aveva tosato il contenuto dei pezzi conati settanta volte. L'inflazione galoppava e i tassi di cambio fra i diversi tipi di moneta erano soggetti a disordinate variazioni. Così, i congegni monetari operanti in Francia e in altri paesi europei non erano tali da favorire un uso produttivo delle risorse o da incoraggiare scambi commerciali utili per il miglioramento del tenore di vita. I reggitori cedevano alle tentazioni insite nei meccanismi monetari, che offrono un efficace mezzo per spremere risorse da accumulare o da spendere per accrescere il potere.

I lamenti del buon abate suonano particolarmente pertinenti per i nostri tempi. Ma l'evoluzione storica e lo sviluppo delle strutture economiche e politiche hanno sostanzialmente modificato il fuoco dei nostri guai. La scomparsa dei re di Francia non interessa. Ma si è notevolmente allargato l'ambito di aree monetarie unificate, con un tasso fisso fra le diverse regioni dell'area e distinti tipi di moneta emessi nel suo interno. L'emergere di aree monetarie unificate ha recato considerevoli vantaggi economici. Nel loro ambito gli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti tra le varie regioni ha luogo attraverso variazioni relative delle offerte regionali di moneta e dei livelli regionali dei prezzi. Il successo del loro meccanismo di aggiustamento è posto in risalto dal fatto che la stampa non ha occasione di segnalare con emozionanti titoli una crisi di bilancia dei pagamenti per l'Ohio o per il New England o per la zona del Colombia River.

* Una precedente versione di questo articolo è stata presentata in tedesco all'*International Management Symposium* di S. Gallo il 15 maggio 1979. Molte discussioni con Allan H. Meltzer e Pieter Korteweg hanno influenzato il mio pensiero anche sui problemi qui trattati.

Il miglioramento dell'organizzazione monetaria e l'efficiente sviluppo dei sistemi di pagamento nell'ambito di aree monetarie nazionali non ha esorcizzato un permanente problema — un problema che ostacola l'emergere di aree monetarie che coprano varie nazioni sovrane. Gli è che i congegni monetari continuano a esporre i loro gestori a gravi tentazioni, tentazioni che essenzialmente implicano tuttora lo sfruttamento del sistema monetario per controllare o influenzare l'uso di risorse per scopi politici. Tale sfruttamento è facilitato dal fatto che l'organizzazione politica centrale ha monopolizzato il diritto di produrre ed emettere moneta base. E questo diritto monopolistico è esposto ad usi scorretti ogniqualvolta non sia vincolato da un insieme di norme semplici, semicostituzionali e che siano generalmente riconosciute.

2. Forme di istituzionalizzazione di un sistema internazionale di controllo del diritto nazionale di monopolio

In questo contesto, il "gold standard" internazionale dovrebbe essere considerato come un serio tentativo di vincolare il diritto monopolistico di emettere base monetaria mediante un complesso di norme di condotta più o meno generalmente riconosciute dalle autorità monetarie. Il sistema di tassi di cambio fissi in regime aureo offriva un surrogato di un'area monetaria unificata comprendente un gruppo di nazioni. In tal modo, esso creava un meccanismo comparativamente prevedibile che controllava l'evoluzione monetaria. E incoraggiava, nelle circostanze del tempo, la divisione del lavoro sul piano internazionale e così contribuiva ad accrescere il benessere di tutti i paesi partecipanti. Il sistema funzionava nella misura in cui le autorità monetarie aggiustavano gli stocks di moneta nazionale secondo le esigenze imposte dalla bilancia dei pagamenti. Ma il "gold standard" non è un congegno stabile. Per evoluzione naturale si modifica in un "exchange standard" basato su una "moneta egemonica". Tale evoluzione era già visibile innanzi la prima guerra mondiale, quando la sterlina inglese si era trasformata, nel corso di decenni, in una moneta egemonica, cui si ancorava il funzionamento di un "gold exchange standard".

La restaurazione di un sistema monetario internazionale dopo la prima guerra mondiale creò un sistema di cambi fissi, ma non dedicò le cure necessarie alle regole di condotta che esso implicava. La

crescente indipendenza delle condotte delle banche centrali separò i movimenti della base e della massa monetaria nei vari paesi. La divergenza di comportamento fu rafforzata dalla varietà delle reazioni alla grande depressione degli anni trenta. Il crollo del sistema tra il 1932 e il 1936 era, in siffatte condizioni, inevitabile.

I benefici di un'area monetaria unificata comprendente molte nazioni continuò a presentare molte attrattive, e la ricostruzione di congegni monetari internazionali sembrò uno sforzo meritevole. Si giunse così agli accordi di Bretton-Woods, che istituivano un nuovo sistema di cambi fissi sotto la supervisione di un organo internazionale. Il nuovo ordinamento era regolato da molte norme e procedure, ma era del tutto carente per ciò che riguarda le norme di condotta di rilevanza pratica, capaci di assicurare la sopravvivenza e il funzionamento efficiente di un sistema di cambi fissi. Mancavano infatti disposizioni o intese che guidassero il controllo sugli sviluppi della moneta in relazione all'evoluzione della bilancia dei pagamenti.

Il sistema di Bretton-Woods evolvette inoltre, secondo un processo naturale, in un sistema "egemonico", con il dollaro americano come moneta egemonica. Questo sviluppo implicò che gli Stati Uniti abdicavano, a favore di altre nazioni, al diritto di fissare i tassi di cambio e implicitamente accettavano la responsabilità di determinare il ritmo dell'evoluzione monetaria nel sistema internazionale. Senonché questo riconoscimento di una responsabilità internazionale non permise mai le procedure e le reazioni tradizionali della burocrazia della Riserva Federale americana, che non ammise mai nemmeno una responsabilità per l'evoluzione monetaria interna.

La prova del sistema di Bretton-Woods fu differita oltre il 1958, dopo cioè che erano stati aboliti gli ultimi vestigi dei precedenti ampi controlli dei pagamenti internazionali. Fin dall'inizio del periodo di prova il sistema soffrì una serie di crisi valutarie; alla fine, nel giro di tredici anni, fallì la prova. I partecipanti all'area monetaria di tipo egemonico sperimentarono crescenti tensioni fra i tassi di cambio correnti, le desiderate politiche nazionali e l'indirizzo generale imposto dalla moneta egemonica. Le autorità monetarie americane parvero dimentiche dei problemi fondamentali che si ponevano alla loro politica. Scelsero un atteggiamento di "benevola indifferenza" (il cosiddetto "benign neglect") riguardo alle questioni realmente rilevanti o si dedicarono a banalità burocratiche e insistettero sulla necessità di "cooperazione e coordinazione" fra le burocrazie nazionali. Ma il programma di "cooperazione e coordinazione" di solito si

concentrava su concessioni di credito e trascurava accuratamente le esigenze di governo monetario essenziali per un sistema internazionale di cambi fissi.

Il crollo del sistema di Bretton-Woods non fu una sorpresa per gli studiosi di problemi monetari. Ma la diagnosi *post mortem* delle varie burocrazie non ha ancora riconosciuto il vizio fondamentale che finì per farlo crollare. Due alti dirigenti americani, che nel corso degli anni sessanta erano stati coinvolti a fondo nelle operazioni monetarie internazionali, sostengono ancora, in recenti pubblicazioni, che una maggiore "cooperazione e coordinazione" burocratica avrebbe alla fine risolto i problemi della bilancia dei pagamenti e dei cambi. A loro dire, la "cooperazione e coordinazione" avrebbe potuto dominare le ondate speculative.¹ Gli organi ufficiali non riconobbero mai che la "speculazione" non insorgeva come una forza autonoma di malvagi, ma rifletteva le pressioni che si erano venute accumulando per l'incapacità del governo americano ad accettare le responsabilità di una moneta egemonica e per le divergenze insorte in molti paesi del sistema fra i tassi di cambio e le politiche monetarie. In una simile situazione, il sistema di cambi flessibili non fu la conseguenza di uno sforzo deliberato o consapevole delle autorità politiche. Anzi, i loro sforzi retorici e talvolta anche reali (ma irrilevanti) sono stati dedicati per molti anni a sorreggere il sistema di Bretton-Woods. Gli accordi smithsoniani parvero offrire a taluni osservatori — compresi esponenti americani — una qualche speranza che si potesse tornare a un "mondo ordinato". Ma il rovesciamento della politica monetaria americana nella primavera del 1972 rivelò ancora una volta la fondamentale avversione americana ad accettare qualsiasi responsabilità come moneta egemonica o la sua incomprendenza delle cruciali caratteristiche dei processi monetari.

Il collasso del 1973 fu il risultato inevitabile di un tipo di politica essenzialmente irresponsabile. Gli eventi successivi al 1976 rafforzano l'impressione della precedente esperienza. Ancora una volta, l'Amministrazione Carter rovesciò la direzione delle politiche monetaria e fiscale in un senso più inflazionistico. Un'ampia accelerazione monetaria fu promossa dalle autorità monetarie sotto le pressioni emananti dalla Casa Bianca. Così, il tasso di inflazione più che raddoppiò fra la seconda metà del 1976 e l'inverno 1978-79. Il dollaro cadde rapidamente e pose altri paesi di fronte a un duro dilemma: optare per i

¹ Il lettore può utilmente consultare il simposio su "The International Monetary System", nel *Journal of Monetary Economics*, Aprile 1978.

benefici di un'area monetaria stabile con rinnovata inflazione, oppure per uno stabile livello dei prezzi ottenuto con gli onerosi aggiustamenti reali imposti da rapide variazioni dei cambi.

La crisi del dollaro ha risvegliato da ultimo qualche senso di responsabilità nell'Amministrazione Carter. La "cooperazione e coordinazione" è stata rinvigorita con una massiccia rete di crediti internazionali e di interventi sui mercati dei cambi; e, cosa più importante, le autorità della Riserva Federale hanno invertito rotta, abbassando, nel periodo fra il novembre 1978 e la fine di marzo 1979, il tasso di sviluppo della base monetaria del 50% rispetto ai sei mesi precedenti. Ma il vecchio gioco è poi continuato: la Riserva Federale ha di nuovo mutato indirizzo in aprile e raddoppiato il tasso di sviluppo della base monetaria nei successivi sei mesi.

Il "Committee on Currency and Banking" del Congresso ha raccomandato all'unanimità nel marzo scorso che le autorità della Riserva Federale si impegnino pubblicamente a seguire un indirizzo di graduale riduzione del tasso di sviluppo della base monetaria per cinque anni fino a toccare un livello non inflazionistico. Questa raccomandazione sarebbe il più importante passo per assicurare il graduale ripristino di un sistema internazionale di cambi fissi con un gestore responsabile della moneta egemonica. Ma gravi incertezze rimangono. La condotta passata offre scarsi indizi che assicurino la prospettiva di una responsabile gestione monetaria internazionale (o nazionale) negli Stati Uniti.

Questa incertezza ha motivato l'evidente slancio per instaurare un sistema monetario europeo. Lo sviluppo di un sistema del genere è stato, almeno in parte, influenzato dalle carenze della politica economica americana e dagli ovvi vantaggi offerti da un'ampliata area monetaria con prevedibili relazioni di prezzo fra singole monete. Così, il sistema monetario europeo ci è stato offerto come un surrogato di un sistema mondiale responsabilmente gestito da autorità americane. A questo punto, è particolarmente importante valutare la rilevanza pratica e le prospettive del nuovo congegno monetario istituito con tanta determinazione da statisti europei.

3. "Il mondo nuovo" del Sistema Monetario Europeo (SME)

La nostra valutazione è necessariamente preceduta da brevi cenni ai nuovi congegni. La nuova struttura è costituita da quattro

istituti: l'unità monetaria europea (ECU); un regime di parità fisse ("pegged") integrato da una rete di interventi sui mercati dei cambi; il Fondo Monetario Europeo (FME); e un meccanismo di sostegno monetario finanziario.

L'ECU è il punto focale dello SME. Esso è il numerario per il sistema dei cambi, è il punto di riferimento per gli indicatori di tendenze divergenti sui mercati dei cambi, è il mezzo di regolamento fra le banche centrali partecipanti, è l'unità di conto per tutte le operazioni di intervento e di credito. L'ECU è costituito da un paniere con una composizione fissa di monete dei paesi partecipanti. Ciò implica che il valore dell'ECU espresso nelle varie monete nazionali vari in risposta a svalutazioni o rivalutazioni delle monete costitutive.

L'ECU è impiegato a definire i valori centrali di tutti i tassi di cambio. Il sistema di tassi determinato in ECU implica una griglia di tassi centrali bilaterali fra i paesi partecipanti. Aggiustamenti dei tassi centrali ECU sono possibili, ma solo previo accordo entro lo SME e la Commissione Europea. Si noti però che i congegni SME non forniscono criteri che siano di guida per giudicare della rilevanza o ampiezza degli aggiustamenti.

La griglia dei tassi di cambio fissi è integrata da una rete di punti di intervento situati simmetricamente intorno ai tassi centrali. Ogniqualvolta una particolare moneta si apprezza relativamente ad altre monete e raggiunge il punto di intervento, la banca centrale della moneta forte è obbligata a vendere la sua moneta e le banche centrali delle monete deboli debbono comprare le loro proprie monete e vendere la moneta forte. Esse traggono moneta forte dalle loro riserve o acquistano le disponibilità necessarie ricorrendo a facilitazioni creditizie appositamente fornite a breve termine. Quest'obbligo di intervenire darebbe luogo alla necessaria redistribuzione dello stock monetario fra la moneta forte e la moneta debole.

L'obbligo di intervenire sui mercati dei cambi quando i tassi di cambio minacciano di allontanarsi per più del 2,25% dai tassi centrali è integrato da un "segnale d'avvertimento". Questo segnale è destinato a funzionare come un indicatore di pressioni divergenti sui vari tassi di cambio. Una "soglia di divergenza" è stata calcolata a questo scopo, delimitante una zona più stretta della fascia che definisce i punti di intervento. Va notato che, a differenza dei punti di intervento, le soglie per ogni singola moneta non sono situate simmetricamente. Una moneta debole, che urta la soglia e segnala un avvertimento di

debolezza, non ha necessariamente per contrapposto, secondo le procedure di computo adottate, un segnale di "eccessiva forza" per la moneta forte. Lo scattare dei segnali d'avvertimento non impone però nessun obbligo alle banche centrali dello SME.

Il FME sarà formato due anni dopo l'inizio del funzionamento dello SME. Il fondo comporta una parziale messa in comune di riserve internazionali. Le banche centrali partecipanti trasferiscono il 20% del loro oro e delle riserve in dollari al Fondo in cambio di diritti in ECU sul Fondo. Questi diritti in ECU saranno usati per regolare le obbligazioni tra le banche centrali partecipanti. Il Fondo creerà uno stock iniziale di 25 miliardi di ECU. Successivamente lo stock di ECU emessi potrà salire a 50 miliardi, in cambio di corrispondenti depositi in moneta nazionale delle banche centrali partecipanti.

Lo SME fornisce infine un sistema di concessioni creditizie. Queste concessioni sono distribuite in tre strati. C'è prima il credito a brevissimo termine che assicura alle banche centrali delle monete deboli le disponibilità in moneta forte necessarie per finanziare le operazioni indispensabili di intervento. Il congegno di intervento è poi completato da crediti a breve termine e da operazioni per sostegni finanziari a più lungo termine.

4. Valutazione critica dello SME

I complessi meccanismi dello SME richiedono un attento esame. Spesso essi rendono oscuri gli aspetti di importanza pratica. Questa non trasparenza non è accidentale; è un essenziale sottoprodotto del processo, della spinta politica che ha dato forma alla loro struttura. Ma congegni impregnati di motivazioni politiche producono conseguenze che possono pregiudicare proprio l'obiettivo che aveva motivato l'impegno politico.

Per cominciare, notiamo che l'ECU, è, nel nuovo sistema, un elemento non necessario, anzi del tutto superfluo. Esso ne accresce la complessità, senza alcuna significativa funzione. Certo, non è richiesto per comporre una griglia di tassi di cambio centrali con punti d'intervento. L'introduzione di un indicatore di avvertimento è una sottigliezza burocratica che offre impieghi per programmatori e statistici e che potrebbe essere curata senza l'ECU. Difficilmente l'ECU potrà affermarsi come mezzo di pagamento in transazioni tra privati o sostituire il dollaro come moneta internazionale. Rimarrà, come i

diritti speciali di prelievo, uno strumento artificiale confinato a transazioni tra banche centrali; e per questo scopo non occorre inventarlo. Esso non accresce l'efficienza del sistema dei pagamenti; al contrario, richiede ulteriori investimenti di risorse per gestirne l'impiego. Tutte le transazioni fra banche centrali probabilmente potrebbero essere compiute con maggior efficienza entro i congegni esistenti, senza l'ECU. Il valore dell'ECU, infine, difficilmente si può pensare che rimanga stabile in termini delle monete partecipanti. Su di esso incidono aggiustamenti di tassi bilaterali di cambio, modificazioni della composizione del paniere, entrate e uscite di paesi nello o dallo SME e altrettali eventi. La complessità di questo aspetto dello SME offre politiche opportunità di sfruttare i congegni a disposizione per spremere vantaggi economici.

Analogamente, è ridondante il Fondo Monetario Europeo, il quale non assolve alcun compito che non possa essere adempiuto almeno con pari efficienza da una rete di facilitazioni creditizie direttamente concordata tra le banche centrali. Per sé il FME non pone pericoli di inflazione; ma un esame dei suoi aspetti politici deve renderci piuttosto cauti. Allorché il Fondo emetterà strumenti di debito a vista in ECU contro depositi di valute nazionali prodotte da banche centrali partecipanti, comincerà un nuovo gioco. Il potenziale inflazionistico si profilerebbe ancor più nettamente se il Fondo si trasformasse in una banca concedente prestiti in ECU contro promesse di rimborso da parte dei mutuatari senza riguardo alla natura delle garanzie.

La massiccia rete di sostegni finanziari operanti in più strati è preordinata a creare fiducia nella capacità del sistema a fronteggiare efficacemente le mutevoli pressioni sui mercati dei cambi. Le concessioni creditizie accompagnate dall'obbligo imposto alle autorità monetarie di intervenire nei mercati dei cambi agiscono per se sole in una direzione stabilizzante. Esse redistribuiscono lo stock monetario del sistema fra valute forti e valute deboli nel modo desiderato: la massa monetaria delle prime cresce e si riduce quella delle seconde. È proprio ciò che esigono le regole di condotta di un vitale sistema di cambi fissi.

Restano però seri problemi per il corretto funzionamento del sistema. Acquisti e vendite di riserve internazionali in cambio della propria moneta, ossia operazioni di mercato aperto compiute sui mercati dei cambi, non sono l'unico strumento per modificare la base monetaria fra i partecipanti allo SME. Base monetaria è creata (e distrutta) in larga misura da prestiti a banche e crediti di vario tipo a

governi o al "settore politico privilegiato". Il movimento della base monetaria di ciascun paese partecipante dovrebbe essere rigidamente collegato col volume degli interventi sui mercati dei cambi necessari per prevenire crisi valutarie rovinose per il sistema. Aggiustamenti indipendenti della fonte di base monetaria costituita dal credito interno sarebbero così rigorosamente proibiti. Questa proibizione eliminerebbe comportamenti della Banca centrale volti a soddisfare le esigenze di credito del Tesoro. E vieterebbe anche di accedere a pressioni di particolari settori dell'economia. Ma il massiccio sistema di agevolazioni creditizie dello SME genera incentivi che erodono l'implicita proibizione di variazioni indipendenti nella fonte interna di base monetaria. I responsabili delle decisioni e delle situazioni politiche si avvedranno che l'arrendevolezza monetaria all'interno produce anche, almeno per un certo tempo, benefici esterni nell'ambito del nuovo sistema. La relativa espansione monetaria all'interno mette in moto il meccanismo internazionale di prestiti, che assicura alla nazione che ha adottato un indirizzo di espansione e inflazione un trasferimento di risorse reali a carico dell'area a moneta forte. Lo SME introduce in tal modo forti tentazioni per nazioni sottoposte a persistenti e forti pressioni politiche che spingono a eccessive espansioni monetarie. Esso offre a tali nazioni l'opportunità di spremere risorse reali dalle nazioni a valuta forte: politiche monetarie irresponsabili producono vantaggi politici. In siffatte circostanze, è dubbio che lo SME possa essere a lungo andare vitale.

In sintesi, lo SME presenta una struttura complicata con elementi costitutivi irrilevanti oppure affatto carenti. L'introduzione dell'ECU e la costituzione del FME sono forme pretenziose senza sostanza. Le facilitazioni creditizie previste incoraggiano, d'altra parte, ampie differenze in fatto di rigore monetario fra le banche centrali partecipanti. Ma, col crescere di queste differenze, la probabilità di sopravvivenza dello SME diminuisce. Manca ogni evidenza che questa condizione fondamentale per il funzionamento dello SME sia stata discussa in sede politica. Così, lo SME è una ripetizione del tradizionale approccio burocratico ai problemi monetari internazionali. Questo approccio aveva dominato il sistema di Bretton-Woods, e in particolare tutti i tentativi di affrontare la crescente tensione cui i congegni monetari del tempo furono sottoposti negli anni sessanta. Esso condizionò anche gli accordi smithsoniani per salvarlo. Tale approccio, ben delineato nelle riflessioni di Coombs e Solomon, attribuisce le tensioni dei mercati dei cambi a "cospirazioni speculative".

A loro dire, la "cooperazione e coordinazione" fra uffici dei ministeri del Tesoro e delle banche centrali — realizzata con frequenti conferenze, con un crescente flusso di visite reciproche e con una varia frequenza di colloqui telefonici — sarebbe sufficiente per risolvere il problema. La "cooperazione e coordinazione" finisce per sboccare in accordi creditizi fra banche centrali di ampiezza sufficiente a rovinare i "ribassisti cospiratori" che minacciano la stabilità dei cambi; e comporta anche, occasionalmente, intrusioni burocratiche nei mercati dei cambi sotto forma di tasse o controlli speciali imposti su specifiche categorie di operazioni internazionali. L'approccio burocratico non include mai nella "cooperazione e coordinazione" l'unico elemento che assicuri la vitalità di un sistema di cambi fissi: la necessità di una norma che colleghi il movimento della base monetaria con gli interventi della banca centrale sui mercati dei cambi è sistematicamente negletta.

5. I problemi centrali

L'obiettivo generale dello SME merita certo un'incondizionata adesione. Lo sforzo rappresentato dallo SME corrisponde a nostri interessi sostanziali, in quanto teso a realizzare un livello stabile dei prezzi e prevedibili corsi dei cambi. Questi due obiettivi non sono valori per sè stanti, ma costituiscono elementi importanti di un ordinamento economico che possa darci un impiego più efficiente delle nostre risorse e così un livello di benessere più alto dell'assetto alternativo del decennio scorso.

Il livello dei prezzi e il tasso di cambio sono determinati dall'interagire delle sottostanti condizioni nominali e reali che governano un movimento economico. Le condizioni nominali sono definite dall'andamento dello sviluppo monetario, le condizioni reali dalle esistenti tecnologie, gusti, vincoli organizzativi imposti dai governi e dalle politiche fiscali. I principi elementari di economia ci dicono che in genere è improbabile (non impossibile) che una particolare area economica sperimenti simultaneamente stabilità del livello dei prezzi interni e stabilità dei tassi di cambio. Questo aspetto si evidenzia chiaramente entro una vasta area economica, esemplificata dagli Stati Uniti. Anche con uno stabile livello generale dei prezzi, l'implicito sistema di cambi fissi fra le varie regioni impone variazioni relative nel livello dei prezzi *regionali* in risposta a condizioni reali in

mutamento. Lo stesso vale per le relazioni fra diverse nazioni. In altre parole, l'interagire di condizioni nominali e reali produce, in generale, variazioni relative nel livello dei prezzi e nei tassi di cambio. Differenti variazioni relative nella produttività del lavoro che genera beni commerciati e non commerciati in paesi diversi da luogo, nel contesto di uno stabile livello dei prezzi, a variazioni nei tassi di cambio.

Il ruolo simultaneo e simmetrico delle condizioni nominali e reali è generalmente riconosciuto. Ma occorre anche sottolineare l'operare asimmetrico (in media) delle due serie di condizioni. La variabilità delle condizioni reali è di solito notevolmente inferiore alla variabilità delle condizioni nominali. Ancora, l'operare di mutevoli condizioni reali si fa evidente nelle modificazioni dei tassi reali di cambio nell'andar del tempo. Ogni decisione politica di costituire una vitale area monetaria a cambi fissi ha quindi necessità di norme esplicite che determinino o l'uno o l'altro dei due congegni: a) o la politica monetaria assicura un livello stabile dei prezzi e postula nel corso degli anni aggiustamenti intermittenti del cambio al fine di riflettere l'effetto cumulativo delle condizioni reali; oppure b), fissa il tasso nominale di cambio e genera nel tempo il divario nel tasso dell'inflazione interna relativamente ai movimenti dei prezzi esterni che bilancia il graduale spostamento del tasso reale di cambio.

Quale che sia la scelta, la realizzazione di un vitale sistema monetario internazionale richiede ancora qualche attenzione. Si può distinguere fra due ordinamenti o assetti alternativi. L'uno comporta un riconoscimento più o meno implicito di una moneta egemonica da parte di un gruppo di paesi. Non è necessario che questo riconoscimento risulti da negoziati ufficiali, e difficilmente emerge da "coordinazioni burocratiche". Di solito tale assetto evolve da un comune interesse dei paesi partecipanti, ed è incoraggiato da un insieme di politiche affidabili e prevedibili nel paese a moneta egemonica. Un ordinamento egemonico assegna responsabilità sostanzialmente asimmetriche ai partecipanti. L'autorità egemonica non ha poteri sui tassi di cambio, ma per contro determina la variazione media nel livello dei prezzi e lo sviluppo monetario a lungo termine. Gli altri partecipanti abdicano, da parte loro, all'indipendente determinazione del livello dei prezzi e dell'espansione monetaria; devono cioè accettare le conseguenze monetarie della politica dell'autorità monetaria egemonica. Conservano però una scelta fra intermittenti modificazioni del cambio e appropriate divergenze dei rispettivi sviluppi

monetari rispetto all'area egemonica al fine di tener conto dell'effetto cumulativo di variazioni dei tassi reali di cambio.

L'assetto alternativo consisterebbe in una "costruzione orchestrata", derivante da negoziati simultanei fra tutti i potenziali partecipanti. Questi negoziati potrebbero assumere due forme distinte: (i) o fissano una griglia di tassi di cambio e inoltre specificano norme per controllare i tassi relativi di sviluppo monetario necessari per mantenere l'istituito sistema di cambi fissi; oppure (ii) delimitano un movimento medio del livello dei prezzi e fissano norme per gli aggiustamenti dello sviluppo monetario e per gli intermittenti mutamenti dei cambi necessari per assorbire movimenti gradualmente dei tassi reali di cambio.

Ambedue le forme di approccio orchestrato incontrano però serie difficoltà. Il tipo basato sulla determinazione di un sistema di cambi fissi non offre un corso definito per la politica monetaria e per il livello dei prezzi; esso semplicemente obbliga ogni nazione partecipante ad accettare un sentiero monetario imperniato sulla media degli altri partecipanti. Ma questa media rimane indeterminata. Qualsiasi livello del tasso medio di inflazione entro l'area monetaria è compatibile con la "costruzione orchestrata". I meccanismi monetari non sono, sotto questo rispetto, sufficientemente ancorati. D'altra parte, negoziati espliciti e un approccio burocratico per fornire un ancoraggio in forma di concordati movimenti medi dei prezzi e degli sviluppi monetari sembrano di difficile applicazione. Una soluzione praticabile comporta in tal caso un'implicita accettazione di un sistema egemonico con appropriati aggiustamenti alla politica dell'autorità egemonica. Ogni tentativo di fissare negoziati tassi all'espansione monetaria o ai movimenti del livello dei prezzi richiederebbe inevitabilmente, alla fine, variazioni nei tassi di cambio. Un congegno non egemonico, in simili circostanze, creerebbe con estrema probabilità una situazione di crescenti tensioni e insuccessi.

La realizzazione del tipo di "costruzione orchestrata" basato su accordi riguardanti i movimenti dei prezzi tende a naufragare sulla esigenza di aggiustamenti intermittenti dei tassi di cambio in conformità alle variazioni dei tassi di cambio reali. È questo, sostanzialmente, proprio il problema sorto sotto il sistema di Bretton-Woods. Tutte le modificazioni dei tassi di cambio pongono un problema politico d'ordine collettivo, problema che resta difficile da risolvere con le informazioni effettivamente disponibili. Talché, in simili circostanze, le politiche valutarie sono una fonte di perenne frizione e di

manipolazioni politiche. L'asimmetrica assegnazione di responsabilità, determinata da un sistema egemonico, offre, sotto questo aspetto, qualche evidente vantaggio.

6. Prospettive

Ma quali sono le prospettive per questi tipi di orientamento monetario? Quale che possa essere la procedura di applicazione, i paesi partecipanti dovrebbero accettare vincoli rigorosi per le loro politiche monetarie. Ma la condotta delle banche centrali e dei dipartimenti del Tesoro sotto il sistema di Bretton-Woods, e in modo particolare negli ultimi otto anni, consente poche speranze che possa realizzarsi questa condizione essenziale per un sistema funzionante di cambi stabili. Fu così che il sistema di Bretton-Woods venne gradualmente scalzato e alla fine crollò. E dopo il 1971 i divari fra le politiche monetarie dei singoli paesi si sono ulteriormente aggravati. Calcoli particolareggiati degli sviluppi in materia, negli anni settanta, pongono in evidenza che la sopravvivenza di un sistema di cambi fissi richiederebbe radicali mutamenti nella politica monetaria, in particolare in Italia, nel Regno Unito e nella Francia.²

Dobbiamo veramente credere che tutti i partecipanti all'attuale sforzo dello SME siano seriamente pronti ad abbandonare i vecchi tipi di politiche e procedure? Lo ritengo affatto improbabile. La probabilità di giungere a introdurre un congegno efficace è, d'altra parte, ridotta da problemi specifici per i singoli tipi di ordinamento. Nel caso di un "ordinamento non egemonico", il mai risolto problema del sistema di Bretton-Woods di come determinare reciprocamente uno "squilibrio fondamentale" giustificante aggiustamenti nei tassi di cambio risorgerebbe di nuovo con tutte le sue dirompenti conseguenze. Il caso alternativo del sistema egemonico, per contro, soffre delle difficoltà politiche sperimentate dalla Francia e da altri paesi a riconoscere il marco tedesco come la moneta praticamente egemonica. Lo SME appare, in questo contesto, come uno svago in un'altra ripresa di burocratiche salmodie "politicamente motivate" per evitare la soluzione semplice e praticabile, ma "politicamente sgradevo-

² Su questo punto il lettore può consultare lo studio preparato dal prof. Pieter Korteweg, per la riunione dello "Shadow European Economic Policy Committee", maggio 1978. I rapporti di questo Comitato possono essere richiesti al *Center for Research in Government Policy and Business* dell'Università di Rochester.

le". Eppure, l'"approccio egemonico" offre vantaggi tecnicamente notevoli. Esso istituisce una divisione chiaramente riconosciuta di responsabilità: il "partner" egemonico determina il corso generale della politica monetaria e il tasso medio di inflazione; gli altri partecipanti determinano i tassi di cambio e sono responsabili di tutti i problemi concernenti la bilancia dei pagamenti e il tasso di cambio.

L'odierna struttura dello SME sembra patrocinare l'ECU al fine di evitare il problema spinoso dell'egemonia e assegna la responsabilità di determinare i tassi di cambio a una procedura generale. Ma a nessuno è assegnata la responsabilità di mantenere politiche monetarie coerenti con il sistema di tassi di cambio fissi. Il più probabile esito dello SME saranno così una nuova serie di ondate speculative e sviluppi monetari irregolari nelle zone monetarie più forti con intermittenti pressioni su di esse perché compiaciano alla zona comparativamente più debole. Il sistema resterà essenzialmente instabile, con nazioni che lo abbandonano o vi tornano e con una sequela di crisi valutarie più o meno gravi. Potrebbe anche non andare così. Ma andrà così se l'approccio burocratico incoraggiato dalle esigenze politiche continuerà a trascurare l'unica e sola condizione capace di assicurare un sistema vitale di cambi fissi. Un miracolo può ancora accadere, e i vari governi potrebbero riconoscere che è passato il giorno di movimenti di prezzi e di politiche monetarie indipendenti. Ma nessun impegno di "cooperazione e coordinazione" burocratica potrà surrogare questo riconoscimento e la corrispondente decisione politica.

KARL BRUNNER