

Problemi monetari e di cambio nel quadro dell'integrazione europea

1. Politica monetaria comune dei paesi CEE in un assetto istituzionale unitario

L'integrazione europea pone problemi economici che devono essere risolti in termini di massimizzazione non soltanto del reddito globale, ma anche del benessere.

In un quadro ottimale del primo tipo conta la sola dimensione quantitativa delle variabili riguardanti la produzione di merci e servizi e l'occupazione dei fattori produttivi, mentre si prescinde dalla natura dei beni prodotti e dalla localizzazione geografica della produzione. In quello del secondo tipo assumono anche rilevanza la struttura produttiva e la zona di produzione, in quanto si mira a soddisfare determinate scelte sociali dei beni da produrre e consumare, nonché le scelte di lavoro e di residenza delle unità operative.

Se si concorda su questi principi e si accoglie uno schema democratico di realizzazione di questi obiettivi, risulta evidente che l'integrazione europea si deve svolgere in un quadro preordinato di consapevoli ed esplicite manifestazioni di volontà da parte degli strumenti politici rappresentativi degli interessi globali europei.

Il gioco democratico, mentre impone alla minoranza l'accettazione della volontà della maggioranza, esclude l'accoglimento di norme aventi carattere eteronomo al sistema. Ne consegue che l'integrazione europea nella misura in cui si risolve nella creazione di uno status che prescinda dalle finalità di benessere, nel senso sopra indicato, di una qualsiasi unità componente, deve cedere il passo alla volontà di questa, fino a che quelle finalità non siano adeguatamente tutelate in un ambito generale che rappresenti l'intera collettività europea.

Queste considerazioni di carattere generale vanno tenute in debita evidenza sia nel valutare i possibili effetti della integrazione europea, sia nello stabilire le modalità di attuazione.

Un'area geografica può essere definita come economicamente integrata allorché all'interno di essa non solo le merci ma anche i fattori produttivi possono spostarsi liberamente, e gli operatori economici sono soggetti alle stesse norme giuridiche e fiscali mentre la loro attività è condizionata dagli stessi obiettivi di politica economica.

L'esistenza di queste condizioni non è certo sufficiente a promuovere e a garantire lo sviluppo equilibrato delle diverse zone geografiche. Il persistere del dualismo tra il nord e il sud dell'Italia ad oltre cento anni dalla sua unificazione politica dimostra chiaramente tale insufficienza. La formazione dell'unità italiana e la conseguente integrazione economica, non assistita da una adeguata strumentazione di politica del benessere, ha di fatto agevolato le industrie ed il commercio del nord, già più organizzati che nel sud, avendo condotto ad un allargamento del mercato di sbocco attraverso la riduzione della concorrenza estera e la trasformazione in imprese extramarginali di una parte di quelle del Meridione.

Gli scambi interregionali hanno pertanto influito sulla struttura dell'economia meridionale, orientandone in modo permanente la specializzazione produttiva verso l'agricoltura, con conseguente attenuazione del processo di accumulazione di capitali, nella accezione più lata di capitali personali e reali. Invero il progresso tecnico, che rappresenta lo stimolo fondamentale alla formazione del capitale, poteva trovare soltanto limitata applicazione nell'economia agricola, manifestandosi esso in modo più cospicuo nelle attività industriali.

Queste considerazioni, desunte dall'esperienza del passato italiano, non vanno trascurate in sede di realizzazione della CEE, per evitare che la integrazione consolidi, o addirittura determini, distorsioni nell'assetto produttivo.

Gli strumenti di azione al riguardo vanno configurati in una politica generale e regionale dell'occupazione, in una politica fiscale, e infine in una politica produttiva agricola ed industriale, previamente definite in un assetto istituzionale unitario CEE, che superi le contrastanti esigenze nazionali in uno schema rappresentativo della volontà generale.

Se all'attuazione degli obiettivi ora menzionati si intendesse far precedere una politica monetaria comune, si creerebbero motivi di frattura anziché di coesione all'interno della comunità. Nella presente situazione il mantenimento di politiche monetarie nazionali di fatto agevola il processo di integrazione economica europea, in quanto consente di conciliare le differenti strutture di base dei

singoli aggregati produttivi e di coordinare le varie componenti interne ed esterne della liquidità.

L'introduzione di una politica monetaria comune è pertanto subordinata alla trasformazione della presente finalità dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti dei singoli paesi del Mercato comune con il resto del mondo, in quella dell'equilibrio dell'intero aggregato, essendo i rapporti economici reali e finanziari interni regolati in base a parametri monetari, non necessariamente identici nei vari paesi, ma stabili in termini relativi. In altre parole la realizzazione della politica monetaria comune è subordinata ad una radicale trasformazione della natura dei rapporti economici fra i paesi CEE che può aver luogo solo attraverso una precisa decisione di ordine politico.

Risolto il problema di fondo di carattere politico e istituzionale, riesce certamente più agevole procedere verso la piena integrazione economica e monetaria, anche perché, in tale ipotesi, il processo di revisione delle misure adottate potrebbe aver luogo in modo continuo, e non si formerebbero quelle incrostazioni irreversibili che, come accade attualmente nella regolamentazione agricola, derivano dal timore di avviare un processo involutivo di disintegrazione. La reversibilità e la possibile correzione degli errori commessi consentono sostanzialmente di procedere più speditamente verso la meta.

2. Politica dei cambi in sede CEE nel presente assetto istituzionale

Le precedenti considerazioni intese ad illustrare le condizioni basilari per realizzare l'integrazione dei paesi CEE, non vanno disgiunte dal rilievo di carattere generale concernente la esigenza, nel quadro, oggi esistente, di politiche di piena occupazione nazionale, di fruire di margini di oscillazione dei tassi di cambio e di effettuare rapidi aggiustamenti dei tassi di cambio e di interesse per neutralizzare i possibili movimenti speculativi di capitali, che attualmente tendono a raggiungere dimensioni ingenti oltre che ad assumere forme non passibili di efficaci controlli. Margini di oscillazione sia pure modesti (non superiori al 2 per cento) e modifiche rapide di parità di cambio sono quindi strumenti necessari di azione nel processo di aggiustamento automatico degli squilibri di bilancia dei pagamenti nei vari paesi ivi compresi quelli CEE.

Premesso che l'aggiustamento automatico di bilancia dei pagamenti, in presenza di condizioni favorevoli di elasticità della domanda di importazioni e di esportazioni, si realizza attraverso una variazione del tasso di cambio tra la moneta locale e le singole monete estere, ne segue che la possibilità di aggiustamento automatico della bilancia dei pagamenti è tanto minore quanto più ristretti diventano i margini di oscillazione delle monete estere rispetto alla moneta locale. Pertanto, un eventuale restringimento dei margini di oscillazione delle monete CEE tra loro riduce, a parità di altre condizioni, la capacità di aggiustamento della bilancia di tali paesi. La riduzione dei margini di oscillazione di una moneta (o di più monete) può naturalmente essere compensata dall'allargamento dei margini di una (o di altre) monete, qualunque sia il modo in cui tecnicamente tutto ciò è realizzato. Il contemporaneo restringimento e allargamento dei margini di diverse valute estere inciderà sulla capacità di aggiustamento totale in proporzione al peso che le diverse valute hanno sul totale mercato dei cambi. Se, ad esempio, si riuscisse in qualche modo ad ampliare i margini di oscillazione della lira rispetto al dollaro e al tempo stesso a ridurre i margini di oscillazione della lira rispetto alle altre valute CEE, la capacità di aggiustamento della bilancia italiana se ne gioverebbe qualora l'interscambio con gli Stati Uniti (e quindi l'eccesso di domanda o di offerta di dollari) risultasse maggiore dell'interscambio con il resto della CEE (e quindi dell'eccesso di domanda o di offerta di valuta CEE).

L'affermazione che, nella situazione attuale, mancano i presupposti di base per la condotta di una politica monetaria comune in sede CEE e che occorre prima procedere sulla strada delle modifiche istituzionali che dovranno sfociare nella unificazione politica, non significa escludere a priori la ricerca di vie e di mezzi idonei a preparare il cammino verso l'obiettivo finale dell'unione monetaria, tanto più se si avverte che l'attuale frazionamento delle politiche europee in materia di cambi non consente di neutralizzare in modo adeguato la forza contrattuale degli Stati Uniti, derivante appunto dalla grande dimensione di quel paese.

I passi da compiere a questo scopo, e nel presente assetto istituzionale e quindi nel corso della prima tappa verso l'unione politica e monetaria della Comunità dovranno assumere carattere prevalentemente tecnico, anche se necessariamente si baseranno su accordi di carattere politico fra governi e banche centrali. D'altra parte è da sottolineare che la ricerca di una maggiore intesa in materia di cambi

fra i paesi CEE non va interpretata in termini di offesa verso altri aggregati nazionali ed economici, ma semplicemente di equa tutela di interessi comuni a fronte di posizioni esterne di tipo contrattuale dominante. La conciliazione di questi contrastanti interessi dovrà sempre trovare la sua sede negli esistenti organismi di collaborazione internazionale, quali il Fondo monetario e la BRI, essendo peraltro mutato il peso delle volontà politiche componenti. In questo quadro e con questi intendimenti va esaminato il problema della regolamentazione dei rapporti di cambio fra le varie monete dei paesi CEE, allo scopo eventualmente di ridurre i margini di oscillazione, nonché di eliminare l'intervento di una terza moneta, il dollaro, come mezzo di pagamento dei debiti reciproci.

A questo fine si ritiene di dover esporre alcune nozioni di carattere generale riguardanti gli attuali margini di oscillazione delle monete CEE tra loro e rispetto al dollaro. Anzitutto è da premettere che la fissazione di limiti alle possibili oscillazioni dei cambi di una valuta estera rispetto alla moneta locale impone alle banche centrali di comprare (o vendere) una quantità di tale valuta pari all'eccedenza di offerta (o di domanda) che si verifica sul mercato al limite inferiore (o superiore) di oscillazione. Inoltre è da tener presente che gli arbitraggi operano in guisa tale che i cambi delle varie monete estere si allineano tra loro nei confronti della valuta locale. Ciò premesso, si osserva che i limiti di oscillazione per tutte le monete diverse dal dollaro nei confronti delle quali la banca centrale non attua un intervento diretto sono pari all'incirca alla somma dei margini previsti per ciascuna di dette monete nei confronti del dollaro (1), potendosi contemporaneamente verificare una variazione massima superiore del cambio del dollaro rispetto alla valuta locale (ad es. lira) e una variazione massima inferiore del cambio del

(1) Il margine di oscillazione rispetto al cambio medio, di una moneta CEE rispetto ad un'altra moneta CEE, si desume precisamente da una frazione che ha al numeratore il margine minore di oscillazione rispetto al dollaro, maggiorato di 100 e al denominatore la differenza fra 100 e il margine di oscillazione dell'altra moneta. Così ad esempio lo scarto fra la quotazione massima del marco tedesco rispetto alla lira e il relativo cambio medio si desume dal rapporto:

$$\frac{100,72}{99,18} = 101,55 \text{ ossia } 1,55 \text{ per cento } (\approx 0,72 + 0,82)$$

Nel corso di questo articolo, per semplicità di esposizione, si farà ricorso alla nozione approssimativa di somma dei margini anziché a quella più precisa di rapporto fra i margini.

TAV. I
MARGINE DI OSCILLAZIONE, CAMBIO MEDIO E LIMITI DI INTERVENTO
RISPETTO AL DOLLARO DEGLI STATI UNITI DELLE MONETE EUROPEE
DIVENUTE CONVERTIBILI ALLA FINE DEL 1958

	Limiti di intervento		Cambio medio	Margine di oscillazione rispetto al cambio medio
	acquisto	vendita		
Austria	25,80	26,20	26	0,77
Belgio	49,625	50,375	50	0,75
Danimarca	7,44375	7,55625	7,50	0,75
Francia	5,5125	5,5960	5,55419	0,75
Germania	3,63	3,69	3,66	0,82
Italia	620,50	629,50	625	0,72
Norvegia	7,09	7,20	7,145	0,77
Olanda	3,5925	3,6475	3,62	0,76
Portogallo	28,42	29,08	28,75	1,16
Regno Unito	2,38	2,42	2,40	0,83
Svezia	5,1350	5,2125	5,17321	0,75
Svizzera	4,295	4,45	4,3725	1,77
Spagna	69,475	70,525	70	0,76

TAV. 2
CAMBIO MEDIO E LIMITI DI INTERVENTO DELLA LIRA RISPETTO AL DOLLARO
E ALLE MONETE EUROPEE DIVENUTE CONVERTIBILI ALLA FINE DEL 1958

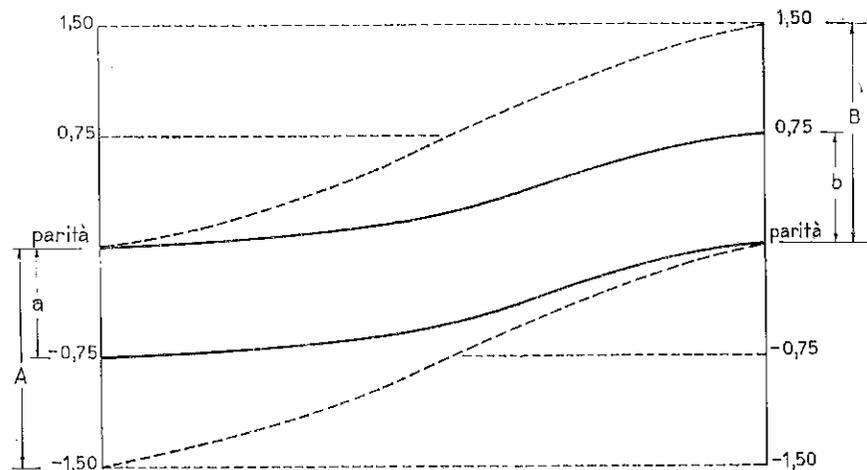
	(Lire per unità di moneta straniera)			
	Limiti di intervento		Cambio medio	Margine di oscillazione rispetto al cambio medio
	acquisto	vendita		
Dollaro Stati Uniti	620,50	629,50	625	0,72
Scellino austriaco	23,6832	24,39922	24,04121	1,50
Franco belga	12,31761	12,68513	12,50137	1,48
Corona danese	82,117452	84,56759	83,3333	1,48
Franco francese	110,882773	114,195011	112,527659	1,48
Marco tedesco	168,15718	173,41598	170,76503	1,55
Corona norvegese	86,18056	88,78702	87,48378	1,50
Fiorino olandese	170,11652	175,27617	172,65193	1,49
Scudo portoghese	21,33769	22,14989	21,73913	1,88
Sterlina	1.476,79	1.523,39	1,500	1,55
Corona svedese	119,04077	122,59007	120,81474	1,47
Franco svizzero	139,4382	146,56577	143,00198	2,54
Peseta	8,798298	9,060813	8,928571	1,48

dollaro rispetto ad un'altra valuta estera (ad es. marco) con la quale la valuta locale (lira) istituisce un raffronto indiretto in base ad arbitraggio (tavv. 1 e 2).

Nella situazione attuale il cambio del dollaro può presentare, in un dato istante, un margine massimo di circa $\pm 0,75$ per cento rispetto alla parità con le monete CEE, mentre il cambio delle monete CEE fra di loro può raggiungere un margine di circa $\pm 1,50$ per cento rispetto alla parità. Se poi si considera, anziché un istante, un intervallo di tempo, lo scarto fra il livello massimo di apprezzamento e di deprezzamento del cambio del dollaro rispetto ad una moneta CEE, diventa pari a circa 1,50 per cento, mentre quello fra le monete CEE sale a circa il 3,0 per cento (Fig. 1).

Semplici ragioni tecniche, connesse con l'accentramento sul dollaro degli interventi in cambi da parte dei singoli paesi CEE, tendono così ad incidere di preferenza sui rapporti di scambio all'interno della CEE, in quanto il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti dei singoli paesi attraverso la più ampia oscillazione dei cambi fra le valute dei paesi CEE, si traduce in una maggiore variabilità dei prezzi reciproci.

FIG. 1 - FASCIA DEI MARGINI MASSIMI ISTANTANEI E DEGLI SCARTI MASSIMI IN UN INTERVALLO DI TEMPO DEL CAMBIO LIRA-DOLLARO E DEL CAMBIO LIRA-ALTRE VALUTE CEE



a; b = margine massimo istantaneo del cambio lira-dollaro.
 A; B = margine massimo istantaneo del cambio lira-altre monete CEE.
 a + b = scarto massimo lira-dollaro in un intervallo di tempo.
 A + B = scarto massimo lira-altre monete CEE in un intervallo di tempo.

Inoltre i maggiori rischi di cambio per le operazioni stilate nelle valute CEE spingono ad utilizzare soltanto il dollaro come valuta di negoziazione e di regolamento e di conseguenza annullano ogni convenienza a detenere valute CEE, come fondi di esercizio e di riserva, da parte delle autorità monetarie. In breve, il sistema attuale dà origine ad una discriminazione a favore del dollaro come valuta di intervento e di riserva.

3. Modalità tecniche suggerite per la revisione dei margini di variazione dei cambi delle monete CEE

Fatto questo rilievo critico, occorre esaminare se è possibile eliminare la discriminazione attuale a favore del dollaro da parte dei paesi CEE e nello stesso tempo conservare un'autonomia nazionale nella condotta della politica monetaria. In altre parole, bisogna accertare se possono essere conciliate le esigenze illustrate nel paragrafo 1 che richiedono riforme di ordine istituzionale, prima di effettuare l'integrazione monetaria, con quelle esposte nel paragrafo 2 che pongono in evidenza, nel campo della politica in cambi, una situazione contrastante con i principi comunitari.

Prima di affrontare questo problema occorre precisare che sussiste un mutuo legame fra la fascia di oscillazione delle monete CEE fra di loro e quella delle monete stesse rispetto al dollaro. L'apprezzamento o il deprezzamento di una moneta CEE rispetto al dollaro, ove i margini di variazione fra le valute CEE siano inferiori alla somma dei margini fissati da ciascuna moneta CEE rispetto al dollaro, condiziona ed è condizionato dal livello di cambio delle altre monete CEE con il dollaro. Così, ad esempio, se si suppone che i margini di variazione siano pari a $\pm 1,50$ per cento sia fra le monete CEE sia fra ciascuna moneta CEE e il dollaro e che la lira si svaluti rispetto al dollaro dell'1,50 per cento e quindi il cambio salga da 625,0 a 634,37 lire, il cambio del marco rispetto al dollaro dovrà restare in parità, anche se il margine di oscillazione rispetto al dollaro potrebbe formalmente consentire un apprezzamento dell'1,50 per cento. D'altra parte è anche possibile che il marco si rivaluti rispetto al dollaro dell'1,50 per cento e quindi il cambio scenda da 3,66 a 3,61 marchi, così da costringere la lira a restare sul livello di parità col dollaro.

Le variazioni dei cambi delle valute CEE rispetto al dollaro e delle valute CEE fra di loro dipendono, ove i margini di variazione

fra le valute CEE siano inferiori al doppio di quelli fissati con il dollaro, dalla situazione complessiva di bilancia dei pagamenti della CEE nei confronti dell'area del dollaro, anziché dalla situazione dei singoli paesi CEE. L'apprezzamento o il deprezzamento di una moneta CEE rispetto al dollaro si riflette pertanto anche su quello delle altre monete CEE nei confronti del dollaro ed è tanto più accentuato il legame quanto più diventa ristretto il margine fra le valute CEE, fino a distribuirsi uniformemente fra tutte, nel caso limite in cui non si abbiano margini di oscillazione fra le monete CEE. Soltanto la fissazione di margini doppi fra valute CEE rispetto a quelli massimi previsti per le singole valute CEE col dollaro assicura una autonomia nella condotta della politica in cambi dei paesi CEE col dollaro. Ma questa ipotesi è proprio quella corrispondente alla situazione attuale che offre il fianco ai rilievi critici menzionati, comportando costi economici, tanto maggiori quanto più si è indotti a fare ricorso al dollaro, anziché alle monete CEE, nei regolamenti delle operazioni reciproche.

In relazione a quanto sopra è da osservare che ove si voglia realizzare fra i paesi CEE un sistema di cambi che presenti margini di variazione fra le valute CEE inferiori a quelli esistenti fra le valute CEE e il dollaro, si deve mutare la tecnica d'intervento in cambi, nel senso che occorre convenire fra i paesi CEE di assumere come moneta di riferimento degli interventi o una qualunque moneta CEE oppure una unità di conto rappresentativa delle monete CEE.

Ove si accantoni per ora questo tipo di soluzione per restare più aderenti alle possibilità attuali, non resta che da considerare un quadro di soluzioni che prevedano una relativa attenuazione dell'autonomia dei singoli paesi CEE nella condotta della politica di intervento sul dollaro, e si concretino in una intesa fra i paesi CEE circa le modalità di utilizzo dei margini massimi di variazione possibili rispetto al dollaro. Invero le variazioni dei cambi delle monete CEE fra loro possono essere circoscritte entro determinati margini, soltanto se le quotazioni del dollaro si fissano, mediante accordo fra i paesi CEE, all'interno di una fascia compatibile con il rispetto di tali margini.

In questo caso, se i paesi CEE si vincolano ad operare soltanto in base al cambio concordato sul dollaro, ossia convengono di fissare in modo uguale il margine di variazione del cambio delle monete CEE rispetto al dollaro, si ottiene la eliminazione del margine di variazione dei cambi fra le monete CEE. Se invece i paesi CEE

conservano un certo grado di libertà nella determinazione del tasso di cambio della propria moneta rispetto al dollaro, intorno al cambio concordato, la soluzione tecnica va ricercata in un intervallo di tempo. Invero, se si considera il problema sotto il profilo istantaneo, il margine di variazione di cambio fra due monete CEE deve necessariamente risultare all'incirca pari alla somma dei margini rispetto al dollaro delle due monete in esame, tenuto conto che, in un dato istante, l'apprezzamento massimo di una moneta CEE può associarsi ad un deprezzamento massimo dell'altra.

Nello stadio attuale di integrazione il primo tipo di accordo appare prematuro perché troppo vincolante e limitativo dell'autonomia dei singoli paesi in materia di politica in cambi; non resta quindi che da esaminare il secondo.

A questo fine si considerano in primo luogo le modalità di azione volte a conseguire una uguaglianza dei margini di variazione dei cambi all'interno delle valute CEE e fra le singole valute CEE e il dollaro, supponendo un abbassamento del livello dei primi (circa $\pm 1,50$ per cento) a quello dei secondi (circa $\pm 0,75$). Il perseguimento di questo obiettivo comporta la determinazione per i paesi CEE di livelli di cambi fra loro armonizzati concertando il margine del cambio del dollaro rispetto alla parità e ammettendo un margine di oscillazione dei cambi delle monete CEE rispetto al cambio concertato sul dollaro pari a $\pm 0,75$ per cento. Si tratta di una soluzione che dà origine ad una contrazione netta della presente autonomia di ciascun paese nella fissazione del cambio sia verso gli altri paesi CEE sia verso la zona dollaro.

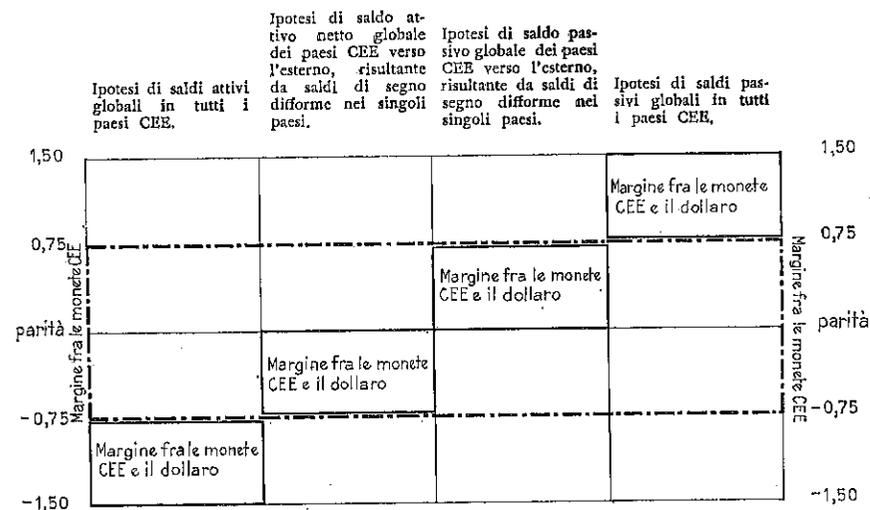
Sempre restando in uno schema che prevede l'uguaglianza dei margini di variazione dei cambi, si può ora immaginare di elevare il margine attualmente esistente fra le valute CEE e il dollaro ($\pm 0,75$) al livello di quello ora operante fra le valute CEE ($\pm 1,50$) e di tener conto delle possibili posizioni, attive o passive, dei saldi globali di bilancia dei pagamenti dei paesi CEE.

Si potrebbe così convenire che nella misura in cui tutti i paesi CEE abbiano un saldo attivo (passivo) globale e pertanto un saldo attivo (passivo) verso i paesi terzi, il cambio del dollaro con tutte le valute CEE presenti un margine rispetto alla parità compreso fra $-0,75$ ($0,75$) e $-1,50$ ($1,50$). Se invece taluni paesi CEE presentano saldi attivi ed altri saldi passivi si può convenire su una soluzione che preveda un impegno da parte dei singoli paesi CEE di accettare un margine rispetto alla parità col dollaro compreso, se il saldo

globale CEE verso l'esterno risulta attivo (passivo) fra 0 e $-0,75$ ($0,75$). Il margine fra le valute CEE, sia nel primo che nel secondo caso, verrebbe ad oscillare fra $0,75$ e $-0,75$ (Fig. 2).

Si potrebbe inoltre convenire che i paesi in disavanzo (avanzo) in caso di saldo globale CEE attivo (passivo) verso l'esterno, ricevano dai paesi eccedentari (accordino ai paesi deficitari) finanziamenti in dollari (valute CEE), in guisa da correggere lo squilibrio dei paga-

FIG. 2 - MARGINE DI VARIAZIONE DEI CAMBI RISPETTO ALLA PARITA'



menti con l'estero e da agevolare il processo di aggiustamento sia dei singoli paesi CEE sia dell'area CEE verso l'estero.

A questo punto sembra opportuno affermare che nell'ambito dei paesi CEE non dovrebbe sussistere, già nell'attuale fase di integrazione economica, alcun rischio di cambio relativamente alle monete e ai crediti dei paesi membri inclusi nelle posizioni delle autorità ufficiali.

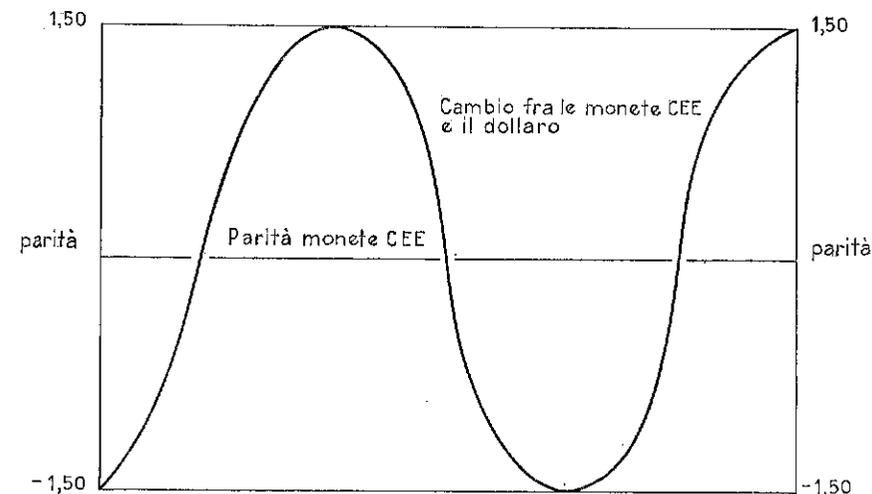
La detenzione di riserve in monete CEE dovrebbe equivalere in sostanza alla immissione in portafoglio di strumenti finanziari espressi in valuta nazionale per un importo corrispondente a quello ottenuto in base al cambio vigente al momento dell'assunzione.

Da quanto precede appare evidente che lo schema proposto di interventi in cambi, se tende alla creazione di un sistema specifico di cambi fra i paesi CEE, non esclude in alcun modo la possibilità

che abbiano luogo variazioni particolari in una singola moneta in caso di squilibrio fondamentale di bilancia dei pagamenti, da effettuare sia con il sistema normale previsto dallo Statuto del Fondo monetario sia con quello delle parità mobili eventualmente accolto.

Lo schema di intervento in cambi ora delineato dovrebbe diventare operativo nel momento e in quanto il Fondo monetario approvi l'ampliamento del margine attuale, che come è noto, è pari all'1 per cento. Non si vuole, d'altra parte, neanche escludere che un avvio verso la realizzazione di accordi fra i paesi CEE per gli interventi

FIG. 3 - CAMBIO FRA LE MONETE CEE E IL DOLLARO ESSENDO LE MONETE CEE FRA LORO IN PARITA'



sul dollaro possa aver luogo fin d'ora, senza alcuna dichiarazione formale, sempre che si effettui subito un allargamento del margine rispetto alla parità col dollaro da $0,75$ a $1,0$ come consentito dal Fondo.

La soluzione ora prospettata risulta conforme alle attuali esigenze di autonomia dei singoli paesi CEE, ma è anche strutturalmente idonea ad accogliere soluzioni che, con il progresso dell'integrazione europea sotto il profilo politico ed istituzionale, conducano ad un graduale allineamento dei margini delle singole monete CEE rispetto al dollaro. Il cammino in questa direzione può essere sollecitato dalla considerazione che, quanto più ampio risulta il margine rispetto alla parità nei cambi indiretti fra le monete CEE, ottenuti

attraverso l'arbitraggio col dollaro e quindi quanto più differenziata risulta la valutazione del dollaro da parte delle valute CEE, tanto maggiore è l'incentivo ad utilizzare il dollaro come valuta di intervento anche nei rapporti interni CEE e quindi più elevato è il costo derivante dall'utilizzo di uno strumento finanziario esterno alla CEE.

Il raggiungimento di un margine uniforme delle monete CEE col dollaro rappresenta lo stadio conclusivo del processo di allineamento sopra esaminato (Fig. 3). Esso comporta che tutte le monete CEE siano fra loro in parità e quindi postula la realizzazione di uno schema di politica economica che prevede la rinuncia all'aggiustamento automatico degli squilibri di bilancia dei pagamenti dei singoli paesi CEE, attraverso le variazioni di cambio entro i margini di oscillazione previsti dal Fondo monetario. Non solo, ma anche impone un tasso di cambio col dollaro determinato dalla posizione globale dell'area CEE verso l'esterno. Il vincolo posto relativamente all'aggiustamento automatico, non esclude ancora il ricorso alla variazione discrezionale di parità da parte del singolo paese CEE, esclusione che invece si verificherebbe in caso di creazione di una moneta comune CEE.

4. Interventi sulle monete CEE e composizione delle riserve ufficiali sull'estero

Lo schema di intervento, sopra delineato, sui margini di oscillazione delle monete CEE rispetto al dollaro, anche se apparentemente di modesta rilevanza, introduce una profonda modifica nella struttura del mercato dei cambi in quanto in sostanza conduce alla creazione di uno specifico regime di cambio fra le monete CEE.

La struttura di questo regime, che trova la sua base nelle intese circa i margini di intervento sul dollaro, potrà evolversi ulteriormente, senza incidere sensibilmente sulla autonomia nazionale ed in ogni caso arricchendo i frutti comunitari derivanti da una gestione dei cambi coordinata, nella misura in cui porterà ad effettuare interventi diretti sulle monete CEE, a creare un sistema di riserve nelle monete stesse per il regolamento delle operazioni interne e a compensare quelle dei paesi terzi fra i singoli paesi membri. A tal fine può giovare, da un lato, la mutua concessione di una garanzia di cambio sulle riserve in monete CEE detenute dai paesi membri, della quale già si è fatto cenno, dall'altro, l'intesa che gli interventi sulle monete CEE hanno finalità di carattere esclu-

sivamente difensivo, ossia intese ad impedire un deprezzamento o un apprezzamento della moneta oggetto di acquisto o di vendita da parte di un altro paese membro, oltre i margini di intervento quali risultano facendo riferimento a quelli concordati sul dollaro. L'intervento sulle monete CEE potrebbe tuttavia essere attuato soltanto in misura marginale. E' invero tecnicamente difficile effettuare tempestivi interventi sulle monete CEE, se manca la previa conoscenza di tutte le alternative offerte dagli arbitraggi. Per superare questo inconveniente si potrebbe convenire fra i paesi CEE di dare quotidianamente comunicazione reciproca del corso d'intervento sul dollaro.

Questa ulteriore evoluzione nella politica in cambi e l'estensione degli interventi alle monete CEE, potrà avere a sua volta una incidenza sulla composizione delle riserve sull'estero dei singoli paesi CEE, e precisamente potrà dare origine ad un aggiustamento di portafoglio di tipo sostitutivo o di tipo integrativo delle riserve ufficiali esistenti. Sarà di tipo sostitutivo se entreranno in gioco considerazioni legate ai rendimenti e ai rischi di cambio, mentre sarà di tipo integrativo qualora i paesi CEE intendano anche elevare la quota di riserve detenuta a scopo operativo e a scopo precauzionale.

L'incremento delle riserve in valute CEE darà così origine ad un aumento della liquidità internazionale, che si rifletterà nell'ambito CEE qualora si vogliano integrare le riserve interne globali, mentre potrà interessare il resto del mondo se le riserve in valute CEE avranno carattere sostitutivo; in ogni caso il potere di acquisto dei singoli paesi della CEE si eleverà. Nella misura in cui le riserve in valuta CEE avranno carattere integrativo non si avrà una modifica di fondo nell'andamento delle riserve in oro, in dollari e in SDRs dei paesi CEE, salvo variazioni pro-tempore nella distribuzione fra i singoli paesi CEE derivante dagli interventi stessi.

E' da ritenere che l'introduzione di un sistema di intervento specifico nelle valute CEE conduca ad una sostanziale modifica nell'andamento e nella composizione delle riserve in relazione sia alle mutate esigenze di intervento e di regolamento delle operazioni compiute fra i paesi CEE, sia al possibile utilizzo di valute CEE per interventi indiretti nei rapporti valutari fra i paesi CEE e l'area del dollaro.

La variazione nel volume e nella composizione delle riserve sull'estero comporta valutazioni basate sui costi di opportunità ossia su calcoli di convenienza che tengano conto dei tassi d'interesse

fruits sulle riserve, degli oneri di conversione delle varie forme di riserva possibili in quella necessaria per l'intervento e infine, degli eventuali rischi di cambio (2).

Esigenze operative congiuntamente a variazioni nei costi di opportunità nella detenzione del portafoglio riserve, che potrebbero essere anche rilevanti se si eliminano i rischi di cambio fra le monete CEE, dovrebbero dare origine ad una contrazione delle riserve in dollari a favore delle riserve in valute CEE.

5. Modifica dei margini di oscillazione dei cambi e tassi d'interesse

Lo schema di intervento sui margini dei cambi ora delineati per le monete CEE comporta marginali restrizioni all'autonomia della politica monetaria dei singoli paesi, nel senso che richiede un atteggiamento concordato entro certi limiti verso l'area esterna alla Comunità. Ma è anche uno schema inquadrato in un sistema che prevede un allargamento dei margini di oscillazione verso l'area esterna, il che sostanzialmente equivale ad una diversa articolazione dello stesso grado di autonomia.

In linea generale è da tener presente, come si ebbe sopra ad osservare, che qualora si decidesse per un restringimento puro e semplice delle oscillazioni tra valute CEE si avrebbe una riduzione, a parità di altre condizioni, della capacità di aggiustamento automatico della bilancia dei pagamenti dei singoli paesi. Ciò renderebbe indispensabile l'impiego della politica monetaria per il controllo dell'equilibrio esterno e quindi legherebbe maggiormente l'andamento dei tassi d'interesse interni a quello dei tassi esteri.

Qualora però si realizzasse un sistema di più ampie fluttuazioni del complesso delle valute CEE nei confronti del dollaro, la politica monetaria della Comunità verrebbe a risentire in misura minore, rispetto a quanto accade attualmente, dell'incidenza della politica monetaria americana. Infatti, con un sistema di cambi più flessibili

(2) «In termini formali dati μ (rendimento medio dell'attività tenuta in riserva), σ (variabilità dei corsi e perdita media di liquidazione della attività stessa, ossia rischio di detenzione in senso lato), e tc (costi di negoziazione) un calcolo strettamente finanziario, ossia che prescinde dalle economie esterne generate dalla decisione di sostituzione, vuole che l'attività di nuova acquisizione (la n. 2) garantisca almeno un $\mu_2 - \sigma_2 \geq \mu_1 - \sigma_1 - tc$. Il calcolo suddetto deve essere effettuato per tutte le attività desiderate in cambio di quelle detenute, quindi più che una disuguaglianza o identità unifunzionale deve essere considerata come una matrice di vettori μ , σ e tc mirante a massimizzare μ o minimizzare σ ».

rispetto al dollaro, aumenterebbe la possibilità di un aggiustamento automatico della bilancia di parte corrente della Comunità nei confronti degli Stati Uniti. Ciò ridurrebbe la necessità, per quest'ultimo paese, di attrarre capitali a breve dall'Europa, allentando così la pressione esercitata sul mercato dell'euro-dollaro e, tramite esso, sui mercati valutari dei singoli paesi della Comunità.

Inoltre è da considerare che i movimenti di capitale a breve fra l'area CEE e l'esterno sarebbero ostacolati dalla formazione di premi e sconti nei cambi a termine, tanto più gravosi ove si addivenisse a un ampliamento dei margini, mentre per il motivo inverso verrebbero agevolati gli analoghi movimenti all'interno della Comunità. In altre parole, la variazione dei margini di oscillazione dei cambi opera in misura corrispondente sul fabbisogno di copertura a termine. Questo effetto, positivo ai fini dell'integrazione CEE, può a sua volta operare sul mercato delle eurovalute, nel senso che tende a far spostare, a parità di tasso d'interesse, i risparmi europei dal dollaro, come valuta di riferimento, ad una moneta CEE.

All'interno dei paesi CEE naturalmente il legame delle politiche monetarie diventa più stretto, cosicché richiede, a parità di altre condizioni, una maggiore intesa nella determinazione del livello interno dei tassi d'interesse. A questo riguardo è da porre in evidenza che nel clima di liberalizzazione dei movimenti di capitali di diritto o di fatto oggi esistente, associato ad un forte aumento delle attività liquide (moneta o quasi moneta) detenute dai privati, a una rilevante ampiezza del mercato delle eurovalute e ad una espansione su scala crescente delle società sovranazionali, il problema dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti dei vari paesi tende ad assumere importanza sempre maggiore e a richiedere l'apprestamento di strumenti di aggiustamento che entrino in funzione con immediatezza e quindi in modo quasi automatico.

Fra questi strumenti figurano le variazioni di cambio previste con il sistema delle parità mobili, sul quale peraltro non tutti concordano, nonché le variazioni dei tassi d'interesse da definire possibilmente in sede internazionale.

Il sistema delle parità mobili dovrebbe sostanzialmente annullare le aspettative di forti variazioni di parità e quindi ridurre gli incentivi ai movimenti speculativi di capitali, mentre la modifica dei tassi d'interesse dovrebbe tendere ad annullare i profitti attesi mediante tali movimenti. Nel determinare la variazione del tasso di interesse

interno occorre considerare la contemporanea evoluzione dei tassi sul mercato internazionale ed evitare che abbiano luogo operazioni di arbitraggio basate su scarti fra tassi nominali e tassi reali. Sotto questo profilo appare opportuno un coordinamento in sede internazionale circa i tassi d'interesse, cosicché non può di certo essere valutato negativamente il fatto che all'interno della CEE questa esigenza vada maggiormente tutelata in dipendenza delle intese in materia di intervento sui margini di cambio. Il coordinamento anziché limitare i poteri autonomi di gestione monetaria di fatto li potenzia.

6. Il problema della creazione di un Fondo europeo dei cambi

Gli interventi concertati sul dollaro e quelli sulle monete CEE possono essere effettuati direttamente dalle autorità valutarie dei singoli paesi CEE oppure indirettamente facendo ricorso ad un organo esecutivo centralizzato che potrebbe essere denominato Fondo europeo dei cambi. La scelta di questa seconda via non attenua l'autonomia di intervento delle singole banche centrali quale risulta dall'ampiezza dei margini di oscillazione concordati rispetto al dollaro, perché a questo organo potrebbe essere affidata soltanto l'esecuzione di mansioni di ordine tecnico e in particolare il compito di effettuare la compensazione dei saldi a debito e a credito dei singoli paesi CEE. L'esercizio di questa funzione dovrebbe condurre oltre che ad un risparmio di valuta nelle operazioni fra i paesi CEE, ad una sostituzione delle valute CEE ai dollari, nella misura in cui la liquidazione dei saldi delle posizioni reciproche dovesse aver luogo cedendo o accumulando valute CEE anziché dollari, nonché utilizzando le linee di credito reciproche a breve termine recentemente concordate fra le banche centrali CEE.

Sotto questo profilo e quindi in un quadro d'azione di semplice carattere tecnico, il Fondo europeo dei cambi potrebbe già contribuire ad accrescere l'autonomia della politica monetaria europea da quella americana.

Il Fondo europeo dei cambi, oltre che effettuare le menzionate operazioni che concorrono a coordinare gli interventi sul mercato dei cambi e a ridurre i costi dei regolamenti valutari fra i paesi CEE, potrebbe infine provvedere alla gestione della quota di riserve sul-

l'estero ad esso eventualmente affidate (3). Questa funzione indubbiamente aumenterebbe l'efficienza operativa del Fondo, ma non sarebbe essenziale per la condotta della politica d'intervento sui margini di oscillazione dei cambi.

L'estensione delle funzioni tecniche del Fondo (coordinamento degli interventi disposti dalle autorità monetarie dei singoli paesi CEE e compensazione dei saldi) a quelle connesse con la gestione delle riserve, funzioni queste, aventi un carattere di maggiore discrezionalità amministrativa, rende più grave il problema della conciliazione dell'attività del Fondo con il mantenimento dell'autonomia nazionale in materia di cambi da parte dei singoli paesi CEE. Si tratta di attribuzioni che vanno conferite al Fondo europeo con la necessaria gradualità man mano che procede la revisione in senso comunitario del presente assetto politico ed istituzionale, tanto più se si considera che la gestione delle riserve per essere efficace dovrà effettuarsi non soltanto sulla base di depositi in dollari e monete non comunitarie, ma anche di versamenti in oro, diritti di prelievo e monete CEE ed estendersi alle linee di credito reciproche fra i paesi CEE fino a prevedere la negoziazione, in un quadro globale comunitario, delle linee di credito con gli Stati Uniti, ora concordate e utilizzate autonomamente dai singoli paesi.

La creazione del Fondo europeo dei cambi pone problemi di gestione concordata e di delega di poteri sostanzialmente simili a quelli che sorgono per le intese sul livello del tasso di cambio col dollaro delle singole monete CEE. Come il progressivo restringimento dei margini delle valute CEE fra loro richiede una crescente intesa sul cambio d'intervento sul dollaro e quindi una politica in cambi e monetaria sempre più allineata fra i paesi CEE, così la gestione comune delle riserve, man mano che si allarga la sfera operativa, richiede coordinamenti sempre più penetranti che tendono ad accrescere la rilevanza dei problemi di bilancia dei pagamenti dell'area CEE nel suo complesso a spese di quella concernente i problemi nazionali.

Nello stadio attuale di integrazione la gestione comune delle riserve non dovrebbe in ogni caso superare la quota tecnicamente necessaria per condurre una più efficace azione in materia di com-

(3) Cfr. R. TRIPPIN, *Rapport sur la création d'un Fonds Européen de Reserves*, Comité d'action pour les Etats Unis d'Europe, Seizième Session, Bonn, 15 et 16 décembre 1969.

pensazione di saldi e di interventi sui cambi delle monete CEE fra loro e col dollaro.

Sempre restando su un piano tecnico si potrebbe infine concordare di esprimere le operazioni del Fondo europeo, e gli eventuali versamenti di riserve presso il Fondo stesso, in unità di conto, ragguagliate a un determinato peso d'oro, che potrebbe essere pari a quello del dollaro o di una qualunque moneta CEE.

L'eventuale scelta di una unità di conto pari a quella del dollaro, mentre agevolerebbe l'avvio di un sistema di ragguaglio comparativo delle monete CEE conforme a quello attuale, non vincolerebbe in alcun modo al mantenimento nel tempo di questa parità, la quale anzi dovrebbe mutare in dipendenza delle variazioni dei poteri di acquisto delle due unità considerate: il dollaro americano e il dollaro europeo.

Una intesa fra i paesi CEE che superasse le inevitabili gelosie nazionalistiche e proponesse l'adozione di una unità di conto corrispondente a quella di una qualunque moneta CEE, potrebbe invece agevolare il problema del graduale restringimento dei margini di variazione di cambio fra le monete CEE, in quanto indurrebbe a spostare l'asse di riferimento dei tassi di cambio del dollaro alla moneta CEE utilizzata come unità di conto.

Proporre l'adozione di una moneta di conto comune tra le monete CEE, non significa naturalmente proporre una moneta europea comune nello stadio attuale di integrazione politica ed economica. Sotto un profilo astratto, l'adozione di una moneta europea presenterebbe notevoli vantaggi: aumenterebbe il controllo nella creazione globale di moneta europea, condurrebbe alla unificazione dei mercati finanziari europei, e infine creerebbe un nuovo strumento per correggere la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. In realtà nella situazione attuale, le banche centrali europee, a differenza di quelle degli Stati Uniti, devono mantenere le loro monete convertibili in dollari: non sono banche di ultima istanza nell'assetto mondiale. La convertibilità del dollaro in oro è praticamente venuta meno, mentre la politica dei tassi d'interesse degli Stati Uniti, se ha eliminato il problema di bilancia dei pagamenti sulla base ufficiale, ha aggravato quello sulla base della liquidità, essendo le riserve accumulate dalle banche commerciali (4).

(4) Cfr. R. A. MUNDEL, *A Plan for a European Currency*, Paper prepared for discussion at the American Management Association Conference on Future of the International Monetary System, New York, December 8, 1969.

Ma tutti gli aspetti positivi di ordine generale indicati in favore della creazione di una moneta comune europea non varrebbero, nel presente assetto istituzionale europeo, a neutralizzare gli effetti negativi che potrebbero verificarsi nei confronti dei singoli paesi membri. Se, ad esempio, la bilancia dei pagamenti europea nel suo complesso è in surplus rispetto agli Stati Uniti, la moneta europea si rivaluta rispetto al dollaro e le tensioni inflazionistiche provenienti da quel paese vengono attutite. Supponiamo ora che all'interno dell'area europea la bilancia della Germania sia strutturalmente in avanzo e quella della Francia strutturalmente in disavanzo; in tal caso non è possibile pensare che il primo paese sia disposto a finanziare permanentemente con un deflusso netto di risorse reali l'eccesso di spesa che si verifica nel secondo e neppure è lecito ritenere che la Francia possa rinunciare allo strumento della variazione del tasso di cambio. La moneta europea comune dà implicitamente per risolto questo problema e quindi dà per risolto il problema dell'unificazione economico-politica tra i paesi della Comunità. Ma nella situazione attuale una soluzione realistica richiede che siano previsti margini di variazione fra le monete CEE e anche modifiche di parità. La realizzazione dell'obiettivo di una moneta comune CEE, a cui si deve tendere nel lungo termine, presuppone una coordinata politica fra i paesi CEE in materia fiscale e salariale, oltre che monetaria. Più concretamente presuppone, per ogni paese, da un punto di vista statico, un dato livello dei salari e dei prezzi, un dato volume e una data composizione della spesa pubblica e dei tributi, una data struttura dei tassi d'interesse, un dato livello di reddito reale e di occupazione. In senso dinamico, il mantenimento di tale equilibrio richiede una data evoluzione ottimale, in termini di benessere, dei valori delle stesse variabili.

In sintesi, sia pure concedendo che ogni valutazione di benefici e costi comporta un certo margine di giudizio di valore, sembra di poter rilevare che, in ogni caso di squilibrio di bilancia dei pagamenti dovuto a differenziali nei costi in rapporto alla produttività, variazioni graduali nel tempo della parità della moneta, appaiono come il minor male, tanto più se si considerano gli effetti negativi che, in termini di mancati incrementi di produttività, avrebbe la caduta degli investimenti, diretta conseguenza, quest'ultima, di politiche intese a ridurre il volume delle importazioni attraverso il rallentamento dell'attività produttiva.

FRANCESCO MASERA