

Suggerimenti per una comune politica monetaria in Europa

L'irregolare procedere dell'integrazione monetaria della CEE negli ultimi anni presenta un netto contrasto con il rapido e fortunato movimento di liberalizzazione degli scambi commerciali dalla fine degli anni « cinquanta » alla prima parte degli anni « sessanta ». Il programma di realizzazioni formulato nel rapporto Werner — rapporto approvato dal Consiglio dei Ministri della CEE nel febbraio 1971 — è andato continuamente a monte. La fluttuazione al rialzo del marco tedesco e del fiorino olandese nel maggio 1971 sconvolse il sistema di parità strettamente collegate quasi all'inizio della sua istituzione. L'ampliamento dei limiti degli interventi ufficiali al $2\frac{1}{4}\%$ da ambedue i lati delle parità col dollaro — ampliamento concordato nel dicembre 1971 — consentì poi variazioni potenziali sino al 9% fra ogni coppia di monete della CEE, ambito troppo ampio per sostenere la politica agricola comunitaria e per eliminare la possibilità di rivalità mercantilistiche nella fissazione dei tassi di cambio.

In seguito, nel febbraio 1972 la CEE diede vita alla nota politica del « serpente nel tunnel » (ST) per dimezzare le variazioni permesse delle parità fra ogni coppia di valute CEE, per contenere cioè le variazioni bilaterali entro un 4,5%. Ma anche questo molto modesto obiettivo, sostituito al 2% del vecchio sistema di Bretton Woods e da realizzarsi mediante un complicato sistema di interventi con valute multiple, fu frustrato dalla crisi della sterlina del giugno 1972; ingenti vendite di valute forti della CEE per acquistare sterline non riuscirono a impedire che la valuta inglese perforasse la pancia del serpente e scendesse al di sotto degli stessi limiti concordati nel dicembre 1971.

Nell'ottobre 1972 il Consiglio dei Ministri tentò un'altra strada: un accordo per una politica comune di regolazione dell'offerta di moneta nei singoli paesi membri. Secondo l'accordo, ogni paese dovrebbe contenere i rialzi dei prezzi, nel 1973, entro il limite del

4%; e a tal fine dovrebbe limitare il tasso annuo di crescita dell'offerta di moneta al 4%, maggiorato del probabile tasso percentuale di sviluppo del PNL in termini reali. Peraltro, nessun convincente strumento diverso dalla « persuasione morale » è stato adottato per assicurare che ogni paese membro realizzi effettivamente l'obiettivo comune. La « persuasione morale » in campo monetario non ha certo ben funzionato in passato, e agli operatori (speculatori) nei mercati europei dei cambi può quindi essere perdonata la previsione che le politiche monetarie continueranno a divergere.

Nel marzo 1973, dopo l'ulteriore svalutazione del dollaro statunitense, ci si è orientati verso una fluttuazione comune, con tassi di cambio fissi fra le monete europee. E' troppo presto per esprimere giudizi in materia; ma i potenziali paesi europei partecipanti hanno dato l'impressione di non avere una chiara idea di quelli che dovrebbero essere i loro reciproci obblighi monetari perché una comune fluttuazione abbia una ragionevole possibilità di successo.

Di fronte all'intricata situazione della politica monetaria europea com'è venuta evolvendosi negli ultimi anni, esiste oggi, tra gli stessi economisti, una netta dicotomia di opinioni.

Da una parte c'è chi ritiene che l'autonomia nazionale in campo monetario possa essere erosa solo gradualmente. Continue riduzioni del margine di variazione delle parità di cambio costringerebbero a poco a poco ad armonizzare le politiche monetarie per la porta, per così dire, di servizio. Tale pseudo-unione valutaria realizzerebbe una situazione in cui « i paesi membri si accordano, senza dubbio solennemente, per mantenere rapporti fissi di cambio nell'ambito dell'unione, ma senza giungere affatto a un'esplicita integrazione della politica economica, a un 'pool' comune di riserve valutarie e a un'unica banca centrale » (1). Lo scopo ultimo di questa pseudo-unione valutaria è però la piena integrazione monetaria.

Dall'altra parte, molti economisti sostengono che cominciare con una pseudo-unione (un'unione cioè in cui una sostanziale rigidità dei cambi è decisa lasciando intatte le autonomie monetarie nazionali) è soluzione che non soltanto non ha probabilità di successo ma che può essere dannosa. Per mantenere in equilibrio le bilance dei pagamenti, i singoli paesi diventerebbero più propensi a introdurre controlli sui movimenti dei capitali e dazi compensativi e sussidi

(1) W. M. CORDEN, « Monetary Integration », *Essays in International Finance*, n. 93, aprile 1972, Princeton University, pag. 3.

negli scambi commerciali. La libera convertibilità delle monete sarebbe così pregiudicata e la possibilità di una completa unione monetaria ulteriormente rinviata. Perfino l'unione doganale o lo stesso Mercato Comune potrebbero essere esposti a gravi tensioni da un sistema di cambi rigidi associato con politiche monetarie differenti. I fautori di questa seconda tesi insistono sulla necessità di cominciare con una piena integrazione monetaria, nella quale l'emissione di moneta nell'ambito dell'unione sia controllata da un'unica autorità e le riserve valutarie siano messe e amministrare in comune.

Con due approcci concettuali così contrastanti, il primo più opportuno dal punto di vista politico ma con conseguenze economiche incerte, il secondo con opposte caratteristiche, non può sorprendere che sia stato difficile elaborare una coerente politica della CEE per un'integrazione monetaria.

La strategia proposta in questo articolo è una possibile via di mezzo, che è qualcosa più di un compromesso fra estremi inconciliabili. Piuttosto, io parto da certi aspetti trascurati del modus operandi delle banche centrali e che sono una continua fonte di instabilità nell'ambito della CEE più per difetto di coordinazione che per intrinseca « perversità ». Il sistema degli interventi ufficiali nei mercati valutari è da me collegato all'offerta di moneta in ciascun paese e nell'unione vista come un tutto. Il mio obiettivo è quello di delineare gli elementi di un « ordine » (2) monetario, le cui regole possano essere facilmente comprese e che assicuri un alto grado di automatismo al processo di aggiustamento nei pagamenti internazionali e allo sviluppo dell'offerta di moneta in ciascun paese della CEE. Potrebbe così essere ridotta la necessità e la gamma delle decisioni discrezionali da parte di ciascuna autorità monetaria nazionale, del Consiglio dei Ministri, o di comitati ad hoc fra banche centrali.

Gli accordi smithsoniani del dicembre 1971 e il sistema del ST implicano una serie complessa di acquisti e vendite di valute estere da parte di ciascuna banca centrale europea. Ma ogni acquisto di valuta estera comporta una corrispondente vendita di valuta nazionale. Che cosa ne dovrebbe seguire per la base monetaria in ciascun

(2) « Un ordine... è l'ossatura e lo sfondo in cui opera il sistema. E' un'intelaiatura di leggi, di convenzioni, di regole e costumi che stabiliscono la base del sistema. Un ordine monetario sta a un sistema monetario in certo senso come una costituzione sta a un sistema politico o elettorale. Si può pensare al sistema monetario come al modus operandi dell'ordine monetario ». ROBERT A. MUNDELL, « The Future of the International System », in *Bretton Woods Revisited*, A. L. K. Acheson et al (eds.), University of Toronto Press, 1972.

paese? Se la Bundesbank interviene per acquistare franchi francesi contro marchi, dovrebbe la base monetaria in Germania espandersi per l'importo di cui si contrae la base monetaria in Francia?

Col termine « sterilizzazione » si può definire il processo mediante il quale tecniche puramente nazionali di creazione monetaria, quali operazioni di sconto o di mercato aperto, neutralizzano gli effetti di acquisti o di vendite di valuta estera sulla base monetaria nazionale. Questa neutralizzazione può essere in larga misura automatica come quando avviene per il tramite del meccanismo del sconto; o può essere discrezionale come accade in caso di variazioni degli obblighi di riserva e di operazioni di mercato aperto realizzate con vendite di titoli a breve o lungo termine. Il grado in cui si ricorre a un processo di sterilizzazione è di fondamentale importanza *a)* per determinare se gli interventi ufficiali nei mercati valutari sono in definitiva reciprocamente compatibili e *b)* per influenzare la stabilità monetaria interna di ciascun paese membro.

Nonostante la sua importanza, l'ambito appropriato di operazioni di sterilizzazione e i relativi rapporti con gli strumenti monetari dei singoli paesi — quali il sconto o le operazioni di mercato aperto — non sono stati oggetto di negoziati internazionali, nemmeno tra paesi uniti da stretti legami come i paesi della CEE. Eppure, l'imposizione di vincoli sistematici alla sterilizzazione degli squilibri dei pagamenti con l'estero è essenziale perché la CEE possa evolvere da una pseudo-unione valutaria a una piena integrazione monetaria.

Effetti monetari degli squilibri dei pagamenti internazionali

Per semplicità pongo le seguenti ipotesi:

A) i tassi di cambio fra le monete dei paesi CEE, ai quali hanno luogo interventi ufficiali, sono vicini ai livelli di equilibrio (nel senso che negli ultimi anni non si sono venuti accumulando notevoli squilibri). Di conseguenza non esiste una speculazione destabilizzante che miri a variazioni delle parità ufficiali, e politiche monetarie « accettabili » (del tipo che sarà meglio precisato) possono essere imposte in modo da mantenere la vigente struttura dei cambi;

B) i governi dei paesi CEE, nella misura in cui intervengono per mantenere il limite smithsoniano di $2\frac{1}{4}\%$ da ambo i lati delle

parità col dollaro, aumentano o riducono le loro riserve di crediti *diretti* in dollari verso gli Stati Uniti. In altre parole, nessuna riserva è tenuta in eurodollari ed è evitato in Europa un processo di moltiplicazione « ufficiale » dei crediti in dollari (3);

C) per mantenere il sistema ST, i paesi in surplus prendono l'iniziativa di acquistare le monete dei paesi in deficit non appena la moneta « debole » cade del $2\frac{1}{4}\%$ sotto il rapporto di parità con il più forte partner della CEE (4). Poiché il paese in surplus interviene con vendite della sua moneta quando il valore di questa raggiunge il « tetto » (o *ceiling*) della banda fissata per la CEE, questo metodo di mantenere il sistema ST è chiamato metodo del « tetto » (5).

Qual'è l'effetto monetario del metodo del « tetto » per gli interventi ufficiali nei mercati dei cambi? A prima vista questa tecnica pare avere un'intrinseca carica inflazionistica. L'offerta di moneta nei paesi in surplus si espande allorché le rispettive banche centrali acquistano valuta estera; e i paesi in deficit ricevono un finanziamento automatico per quella che potrebbe essere la continuazione di politiche inflazionistiche.

Peraltro, nonostante la natura asimmetrica degli interventi basati sul metodo del « tetto », non c'è di necessità una fondamentale asimmetria o squilibrio nel processo di aggiustamento monetario richiesto al paese in surplus e al paese in deficit. Il metodo del « tetto » non comporta cioè, necessariamente, distorsioni inflazionistiche o deflazionistiche. Ma questa « neutralità » è subordinata a certe condi-

(3) Il problema della moltiplicazione si verifica quando i depositi di eurodollari di governi europei sono rimessi in circolazione da eurobanche che ne riprestano il ricavo a mutuatari europei. Questa anomalia è stata rilevata da parecchi autori: v. FARTZ MACHLUP, « The Magicians and Their Rabbits », *Morgan Guarantee Survey*, maggio 1971, pp. 3-13. L'importanza di operare soltanto con crediti diretti in dollari al fine di mantenere la stabilità dell'offerta di moneta complessiva europea è analizzata da RONALD MCKINNON, « Sterilization in Three Dimensions: Major Trading Countries, Eurocurrencies and the United States », in R. Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International System* (di prossima pubblicazione).

(4) Le banche centrali dei paesi in deficit devono riscattare le loro proprie valute cedendo oro, dollari, diritti speciali di prelievo o qualche altra unità accettabile in campo internazionale. Peraltro, la necessità di tenere grosse riserve nelle valute di altri paesi della CEE è evitata se i paesi in deficit non prendono l'iniziativa degli interventi.

(5) Se invece le autorità monetarie di paesi in deficit intervenissero per riacquistare la propria valuta con valute di altri membri della CEE, si avrebbe il metodo del « floor » (pavimento). Questa terminologia di « ceiling » e « floor » è usata da PASCAL SALIN in « The Problem of Symmetry in the Process of International Adjustment in the Reform of the International Monetary System » (mimeo), Université de Paris-Dauphine I.R.I.S., settembre 1972.

zioni, la cui determinazione è importante se si vuole evitare il collasso dell'unione valutaria.

Una piuttosto comune asimmetria può derivare dal fatto che l'accumulazione di saldi ufficiali di valute estere dia inizio a un'espansione di moneta « ad alto potenziale » nel paese in surplus senza una corrispondente riduzione nel paese in deficit. Si supponga che la banca centrale — non il Tesoro — del paese in surplus abbia il compito di acquistare valute estere vigendo il sistema del « tetto ». Come comunemente accade, si supponga inoltre che siano le banche commerciali del paese in questione a vendere valuta estera alla banca centrale. Via via che i crediti delle banche commerciali sulla banca centrale crescono, cresce anche la base di riserva, si ha cioè un'espansione della moneta nazionale « ad alto potenziale » (6).

Il corrispondente effetto sulla base monetaria del paese in deficit dipende dalla forma in cui la sua moneta è tenuta dall'autorità monetaria del paese in surplus. Si supponga, per esempio, che la banca centrale del paese in surplus semplicemente acquisisca e tenga depositi presso le banche commerciali del paese in deficit. In tal caso non c'è riduzione della massa monetaria del paese in deficit, quantunque si riduca la parte posseduta dai residenti. Le riserve delle banche commerciali restano immutate, anche se il paese in deficit sta sperimentando un disavanzo della bilancia dei pagamenti.

Nel suddetto particolare contesto non c'è soltanto una marcata asimmetria del processo di aggiustamento richiesto ai paesi in surplus e ai paesi in deficit; in più, c'è un aumento delle riserve monetarie complessive possedute dalle banche commerciali nell'ambito dell'intera CEE. Ossia, squilibri « accidentali » dei flussi dei pagamenti internazionali causano un'espansione monetaria nei paesi in surplus europei senza una correlativa riduzione nei paesi in deficit. La conseguente perdita di controllo monetario è analoga all'instabilità provocata da squilibri dei pagamenti tra un qualsiasi paese europeo e gli Stati Uniti (7).

(6) La situazione non è, di necessità, la stessa se la valuta estera è acquistata mediante cheques tratti su conti governativi (Tesoro) presso le banche commerciali. Se le banche commerciali, a fronte dei conti del Tesoro devono mantenere le stesse riserve prescritte per i depositi del pubblico in generale, le loro riserve libere non aumenterebbero. Peraltro, la detenzione di moneta nazionale da parte dei privati si espanderebbe proporzionalmente agli acquisti ufficiali di valuta estera.

(7) L'effetto iniziale di surplus europei nella bilancia dei pagamenti con gli Stati Uniti è quello di espandere le riserve bancarie in Europa senza che si verifichi alcuna riduzione della base monetaria negli Stati Uniti. Per un'analisi dei metodi ufficiali per affrontare disavanzi della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, v. R. McKINNON, *op. cit.*

Una volta che tale asimmetria nella creazione di moneta in Europa sia riconosciuta come importante dalle autorità della CEE, le misure per affrontarla sono facili da delineare. Tutti i paesi, e particolarmente quelli in deficit, dovrebbero istituire un conto speciale presso la loro banca centrale cui trasferire automaticamente i saldi di moneta nazionale di proprietà di banche centrali estere. Così, la Bundesbank tedesca, se acquisisce depositi presso banche commerciali francesi, dovrebbe immediatamente trasferirli a un conto speciale presso la Banca di Francia. In assenza di politiche discrezionali di sterilizzazione da parte delle autorità monetarie francesi, la base di riserva delle banche commerciali francesi si ridurrebbe dell'ammontare del trasferimento, il quale è uguale al deficit francese con la Germania, che a sua volta è uguale all'espansione della base monetaria tedesca.

Se il processo di finanziamento da parte delle autorità ufficiali si arresta a questo punto, la simmetria degli iniziali effetti monetari di uno squilibrio dei pagamenti è realizzata, e la base di riserva delle banche commerciali nella CEE (nel suo complesso) resta stabile. Questi importanti vantaggi possono però essere perduti se vengono prese misure inopportune per « consolidare » i saldi esteri ora posseduti dalla banca centrale del paese in surplus. Per esempio, i depositi posseduti da governi esteri presso la Banca di Riserva Federale di New York sono di solito impiegati in acquisti di titoli in dollari ad alto rendimento. Se la Banca Federale compra cambiali del Tesoro americano sul mercato aperto per conto di banche centrali straniere, moneta « ad alto potenziale » viene ripompata nell'economia americana così da neutralizzare qualsiasi riduzione della base monetaria degli Stati Uniti. La Banca Federale in tal modo sterilizza completamente il disavanzo americano. Quando il reciproco possesso di monete europee diventasse normale, analoghi fenomeni destabilizzanti si produrrebbero se le banche centrali debentrici nella CEE ricorressero a operazioni di mercato aperto per acquistare titoli nazionali per conto dei creditori e così riespandessero la base di riserva delle loro banche commerciali.

Di nuovo, una volta che questo pericolo fosse riconosciuto come meritevole di attenta considerazione, sarebbe facile affrontarlo. Nella misura in cui una banca centrale debitrice fornisce titoli fruttiferi (stilati nella valuta nazionale) a governi esteri, detti titoli dovrebbero essere attinti dal portafoglio della banca centrale in questione. Sarebbero così evitate operazioni di mercato aperto per acquisirli. Viceversa,

esistenti riserve di oro, di diritti speciali di prelievo o di crediti *diretti* in dollari possono essere usati dalla banca centrale di qualsiasi paese della CEE per riscattare debiti da altre banche centrali europee. Nell'uno e nell'altro caso le riserve delle banche commerciali in ambedue i paesi restano inalterate, poiché si verificano semplici trasferimenti di fondi da uno ad altro conto ufficiale. Queste operazioni inter-governative di « riscatto » o « liquidazione » possono aver luogo in importi distinti in date specificate (per esempio, alla fine di ogni mese) senza influire sulle operazioni dei mercati monetari privati. Questi ultimi, comunque, restano sotto la continua influenza della situazione della bilancia dei pagamenti.

In sostanza, non occorre troppa ingegnosità per trovare congegni atti a provocare in ciascun paese della CEE continui e bilanciati processi di aggiustamento monetario come complemento della partecipazione al sistema ST di intervento nei mercati dei cambi. Oltre a realizzare la desiderata simmetria, il metodo qui proposto ha il grande vantaggio di mantenere una stabile base monetaria europea in presenza di squilibri casuali e inattesi nei pagamenti internazionali; se esso fosse introdotto in un momento in cui i tassi di cambio fossero più o meno correttamente allineati e rispecchiassero il livello dei prezzi interni di ciascun paese membro (conforme all'ipotesi A sopra indicata), il processo di aggiustamento bilanciato richiesto a tutti i paesi contribuirebbe a conservare la vigente struttura di « equilibrio » delle parità di cambio. I flussi di capitali a breve termine eserciterebbero allora un'influenza stabilizzatrice movendosi da paesi in surplus a paesi in deficit.

L'uso simmetrico di acquisti e vendite ufficiali di valute estere nel breve termine per modificare le basi monetarie nazionali ha un suo fondamento teorico. In assenza di flussi speculativi destabilizzanti di capitali a breve termine, squilibri dei pagamenti fra paesi della CEE possono essere interpretati in termini monetari (8). I disavanzi riflettono semplicemente un relativo eccesso dell'offerta di moneta nazionale ai vigenti livelli dei prezzi esteri e interni (compresi i saggi d'interesse, mentre gli avanzi riflettono una deficienza di liquidità

(8) Molti autori concordano nell'interpretare gli squilibri dei pagamenti internazionali in termini monetari: v., per esempio, HARRY JOHNSON, «The Monetary Approach to Balance of Payments Theory», mimeo, University of Chicago, 1971; ROBERT MUNDELL, *Monetary Theory*, Goodyear, 1971; RONALD MCKINNON, «Monetary Theory and Controlled Flexibility in the Foreign Exchanges», Princeton, *Essays in International Finance*, n. 83, aprile 1971.

monetaria interna relativamente alle politiche monetarie seguite in altri paesi della CEE. Per esempio, un eccesso di liquidità interna indurrà i residenti (comprese le banche commerciali) ad acquistare obbligazioni o ad accrescere le spese in merci o ad operare in ambedue i campi. Ne conseguirà un disavanzo della bilancia dei pagamenti, indotto da deflussi di capitale o da aumenti delle importazioni nette di merci. Lo stato della bilancia dei pagamenti può essere considerato un indicatore piuttosto sensibile di un eccesso (oppure di una deficienza) di liquidità monetaria, che porta a vendite ufficiali di valute estere e a raccogliere e ritirare moneta nazionale. Invero, la domanda di ogni moneta nazionale è suscettibile di diventare più instabile con il crescere della disponibilità di attraenti surrogati esteri.

Meccanismo del risconto e sterilizzazione parziale

Congegni intesi ad assicurare un iniziale effetto simmetrico degli squilibri dei pagamenti internazionali sulla base monetaria di ciascun paese sono necessari, ma probabilmente non sufficienti a determinare l'evoluzione da una pseudo-unione valutaria a una piena integrazione monetaria. Ulteriori intese devono essere raggiunte in materia di impiego interno di operazioni di risconto e di mercato aperto e di strumenti di controllo meno noti, quali l'imposizione di limiti massimi al credito bancario e l'assunzione da parte delle banche centrali di speciali « swaps » nei mercati dei cambi a termine. Non è mio proposito di esaminare nei particolari l'ambito più appropriato di ognuno di questi strumenti. Ritengo però che il meccanismo del risconto, controllato da ciascuna delle banche centrali della CEE, abbia un compito particolarmente importante da assolvere a sostegno di un sistema di interventi simmetrici nei mercati valutari. In altri termini, nei rapporti fra economie altamente interdipendenti come quelle della CEE, il risconto presso ognuna delle banche centrali — effettuato a un saggio ufficiale opportunamente scelto — ha un forte vantaggio comparativo nel promuovere la stabilità monetaria interna senza pregiudicare la necessità di reciproci aggiustamenti per i pagamenti internazionali. Per connessione, le più « discrezionali » tecniche nazionali di controllo monetario — quelle cioè diverse dal meccanismo del risconto — sono più suscettibili di essere usate in modo « perverso » nell'ambito di ogni regime monetario nel quale siano importanti gli acquisti e le vendite ufficiali di divise estere.

Per dimostrare la natura complementare di meccanismi nazionali di risconto opportunamente manovrati, si assuma semplicemente che la CEE abbia adottato con fortuna un sistema simmetrico del tipo delineato nel precedente paragrafo per intervenire nei mercati valutari. L'effetto iniziale di uno squilibrio dei pagamenti è un'espansione della base monetaria nei paesi in surplus e un'eguale riduzione nei paesi in deficit. In qual modo questa pressione proveniente dai mercati valutari influenzerebbe il risconto delle banche commerciali presso le rispettive banche centrali, e quale sarebbe l'appropriata reazione delle singole banche centrali?

Si consideri dapprima un paese in deficit. Con un metodo del « tetto » per controllare i tassi di cambio, avrebbe inizio un deflusso di riserve dalle banche commerciali nei conti della banca centrale specificamente riservati a detentori ufficiali esteri di moneta nazionale. Di fronte a una perdita di riserve, le banche commerciali sarebbero costrette a ricorrere al risconto. Una reazione normale, e corretta, delle autorità monetarie del paese in deficit sarebbe quella di aumentare il saggio di sconto. Questo tipo di reazione — in risposta a una domanda insolitamente intensa di credito alla banca centrale e insieme a un crescente deficit della bilancia dei pagamenti — si può rendere facilmente automatico, cioè tradurre in pratiche operative « standard » concordate fra le banche centrali della CEE. Si potrebbe perfino usare un tasso ufficiale di sconto fluttuante, legato a qualche adatto tasso del mercato aperto per adeguarsi tempestivamente alla domanda di risconto delle banche commerciali.

Si supponga ora che le banche commerciali del paese in deficit siano partite da una posizione di « equilibrio » nel senso che lo stock iniziale di cambiali riscontate (o obbligazioni) tenute dalla banca centrale sia uguale al volume di cambiali che le banche commerciali desideravano riscontare al preesistente saggio di sconto. Si supponga in altre parole che la banca centrale non abbia usato tecniche di razionamento diverse dal prezzo. In tal caso un notevole rialzo del saggio ufficiale di sconto in risposta al deficit, con risconti liberamente consentiti alle banche commerciali (e forse ad altre istituzioni finanziarie) al nuovo più elevato saggio, è doppiamente benefico. In primo luogo, il maggior costo per ottenere riserve implica che le banche commerciali non si spingeranno fino a riportare le loro posizioni di riserva ai livelli ante deficit. In secondo luogo, nella misura in cui un rialzo del saggio di sconto contribuisce a provocare un rialzo più generale dei tassi d'interesse a breve termine nel mercato monetario interno,

si avranno i noti afflussi di capitali a breve termine dall'estero che migliorano l'effetto monetario immediato del deficit della bilancia dei pagamenti, con conseguenze favorevoli se il deficit è suscettibile di invertirsi in breve tempo.

Le implicazioni del primo risultato meritano di essere delineate con maggiori particolari. Col permettere alle banche commerciali di prendere a prestito dalla banca centrale, ma alzando il saggio di sconto a un livello che gli conferisca un'efficacia penalizzatrice, si consente qualche compenso delle perdite indotte nelle riserve bancarie dal deficit della bilancia dei pagamenti. In realtà, il meccanismo del risconto favorisce all'interno una sterilizzazione parziale, non già completa, dell'effetto monetario della bilancia dei pagamenti. Ma se si è presa la briga di congegnare un sistema in cui una contrazione monetaria interna debba verificarsi in risposta a un deficit esterno, perché poi permettere una qualche neutralizzazione « automatica »? Perché correre il rischio di distruggere l'effetto contrattivo che era stato accuratamente inserito nel meccanismo di reazione del paese in deficit?

Purtroppo, le autorità monetarie del paese in deficit non possono conoscere a priori il grado di contrazione interna che sarà in definitiva necessario. Una contrazione di piccola entità può bastare se un incipiente deficit si inverte rapidamente da sé con l'aiuto di afflussi stabilizzatori di capitali. Anche con un deficit che si prolunga e si cumula, una riduzione dollaro per dollaro della base interna di moneta ad alto potenziale può essere del tutto inappropriata.

Il nostro ipotetico eccesso di offerta di moneta interna, rivelato da un deficit della bilancia dei pagamenti, può semplicemente riflettere il proposito dei residenti di ridurre la loro scorta interna di moneta-deposito a basso potenziale (tenuta presso le banche commerciali) in favore di merci o obbligazioni. Per semplicità, ma non per necessità, si ipotizzi che il mercato delle obbligazioni sopporti il peso dell'aggiustamento iniziale dei portafogli interni alla situazione di eccesso di liquidità monetaria. Questo trasferimento di liquidità da saldi in *moneta a basso potenziale* ad obbligazioni (o più direttamente ad obbligazioni estere) riduce i saggi interni d'interesse e provoca un deflusso di capitali (elemento di deficit per la bilancia dei pagamenti). Ciò determina interventi ufficiali del tipo sopra delineato per ridurre la massa interna di *moneta ad alto potenziale*, cioè le riserve bancarie e la circolazione fiduciaria. A seconda dei ritardi che può presentare il processo di aggiustamento, un'offerta eccedente di moneta a basso

potenziale potrebbe provocare una contrazione dollaro per dollaro della moneta ad alto potenziale e quindi causare una ingiustificata contrazione multipla dei depositi tenuti presso le banche commerciali nazionali.

Le banche commerciali, peraltro, se perdono riserve oltre un ammontare commisurato alla riduzione della propensione della clientela a tenere depositi, possono ricorrere al risconto e ricostituire la posizione di riserva con un leggero costo extra. In altre parole, possono mantenere l'offerta di moneta interna a un livello appropriato che rifletta la domanda un po' ridotta che di essa fa il pubblico. Cosa importante, quest'uso flessibile del meccanismo del risconto evita un'ingiustificata « stretta » di liquidità che potrebbe cumularsi in una grave crisi di liquidità (9).

Data questa necessità di evitare un'ingiustificata contrazione monetaria, non potrebbe un'avveduta banca centrale fornire le riserve occorrenti con operazioni più discrezionali di mercato aperto? In realtà, le autorità monetarie non dispongono di mezzi facili per valutare a priori se una parziale sterilizzazione dell'effetto monetario di un deficit della bilancia dei pagamenti sia sempre consigliabile. Si supponga, per esempio, che, per qualche casuale sviluppo, si sviluppi di nuovo un eccesso di liquidità monetaria. Anziché con saldi « eccessivi » di moneta a basso potenziale in mano al pubblico, le banche commerciali si trovano con riserve eccedenti in rapporto alla domanda interna di credito. Il prestare questi fondi all'estero si traduce in un deficit della bilancia dei pagamenti. Nel nostro sistema simmetrico di interventi nei mercati valutari, non è necessario alcun ulteriore aggiustamento poiché la base di riserva delle banche commerciali si riduce dollaro per dollaro. L'eccesso di liquidità interna viene in tal modo esattamente eliminato attraverso il deficit dei conti con l'estero. Un'azione compensatrice da parte delle autorità monetarie non è quindi necessaria.

Ho distinto due tipi di liquidità interna eccessiva, ciascuno dei quali provoca un deficit nei pagamenti internazionali, ma soltanto uno (un'offerta eccessiva di moneta a basso potenziale) giustifica una parziale sterilizzazione dell'effetto monetario del deficit stesso. Ex ante, è improbabile che le autorità monetarie siano in grado di distinguere

(9) Si presume l'assenza di mercati monetari a breve termine che operino in Europa senza limiti di frontiere nazionali, e che siano comparabili ai mercati americani per le cambiali del Tesoro o per i « federal funds ».

un caso dall'altro e di prendere le appropriate misure discrezionali (o decidere di rimanere neutrali). Con uno sportello del risconto « aperto » e in continuo contatto con il mercato a tassi di interesse di equilibrio, i due casi vengono distinti, per così dire, inconsciamente. Se si verifica un'eccessiva contrazione delle riserve bancarie, le banche commerciali sono automaticamente spinte allo sportello del risconto; se invece la fonte iniziale delle difficoltà è un eccesso di riserve presso le banche commerciali, il ricorso al risconto resta contenuto nel volume « normale ». L'onniscienza richiesta alle nostre autorità monetarie si riduce di molto affidandosi a un meccanismo del risconto opportunamente orientato dal mercato, anziché a più discrezionali strumenti monetari.

Lo stesso vale — in senso inverso — per i paesi in cui vi sia una relativa scarsità di liquidità monetaria interna, che si manifesta in un surplus della bilancia dei pagamenti. L'espansione della base interna di moneta ad alto potenziale, che deriva dagli interventi ufficiali nei mercati valutari, può essere oppur no pienamente giustificata. Se non lo è, le banche commerciali ridurrebbero semplicemente il volume « normale » dei crediti attinti alla banca centrale attraverso lo sportello del risconto. Ciò presume che, a differenza dal sistema della Riserva Federale, le banche commerciali europee siano in genere debentrici per grossi importi netti delle rispettive banche centrali; e, a quanto pare, è questa l'odierna realtà (10).

In una visione più generale, un flessibile impiego del meccanismo del risconto per agevolare gli aggiustamenti monetari può « compensare » molte differenze istituzionali esistenti fra i paesi europei. I rapporti fra la circolazione monetaria e i depositi a vista, fra i depositi a vista e i depositi a tempo, fra gli obblighi ufficiali di riserva e le diverse categorie di depositi e prestiti variano in misura notevole da un paese europeo all'altro. Movimenti della moneta ad alto potenziale, derivanti da interventi simmetrici nei mercati valutari, possono quindi essere attenuati e corretti in misura piuttosto diversa nei paesi in deficit e nei paesi in surplus. Per questa ragione, meccanismi di risconto debitamente reattivi possono in parte sostituire un'armonizzazione istituzionale molto più minuziosa. Un accordo tra i paesi della CEE per un impiego reciprocamente coerente del risconto è

(10) Così GEORGE GARVY, pag. 184 di « The Discount Mechanism in Leading Industrial Countries Since World War II », pp. 169-276, in *Reappraisal of the Federal Reserve Discount Mechanism*, Vol. 1, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1971.

per tanto di importanza fondamentale per procedere verso un'integrazione monetaria.

E' realistico questo sistema idealizzato di interventi ufficiali simmetrici nei mercati valutari, abbinati con liberi meccanismi di risconto? Per il periodo post-bellico Garvy (11) e altri autori hanno posto in risalto come le banche commerciali dei paesi europei e del Giappone — economie aperte « dipendenti » — abbiano una molto maggiore libertà di risconto delle banche degli Stati Uniti, centro di riserva. Senonché, le statistiche monetarie e delle bilance dei pagamenti dell'ultima fase degli anni « sessanta » e del primo periodo degli anni « settanta » sono state dominate da flussi speculativi (di difesa) di capitali che hanno richiesto misure straordinarie di sterilizzazione da parte delle banche centrali. L'esistenza di tassi di cambio non d'equilibrio contravviene a una delle ipotesi fondamentali dell'analisi fin qui svolta. Sembra quindi utile guardare a un periodo precedente quando la costellazione dei tassi di cambio era più stabile.

Per il periodo relativamente calmo che va dal 1950 al 1966, e che è caratterizzato dal dominio del vecchio sistema di Bretton Woods, M. Michaely ha compiuto un'accurata analisi empirica delle reazioni di breve periodo — espresse dalle politiche bancarie e dai movimenti degli aggregati monetari — agli squilibri dei pagamenti internazionali delle principali economie industriali. E ha trovato che i paesi in deficit hanno risposto con politiche di contenimento monetario, e che i paesi in surplus hanno reagito, sia pure in media più debolmente, con politiche di allentamento monetario (12). In effetti, i paesi a moneta convertibile hanno proceduto a parziali, ma non complete, sterilizzazioni degli squilibri dei pagamenti internazionali; e i meccanismi coi quali hanno realizzato questi reciproci aggiustamenti monetari sono di notevole interesse.

Michaely non ha tentato di penetrare nei propositi delle autorità monetarie. Piuttosto, ha costruito indici di ciò che è effettivamente accaduto, paese per paese, dal 1950 al 1966. I due principali indicatori

(11) *Op. cit.*, p. 179.

(12) MICHAEL MICHAELY, *The Responsiveness of Demand Policies to Balance of Payments: Postwar Patterns*, National Bureau of Economic Research, Columbia University Press, 1971, pp. 30-65. Prescindendo dagli Stati Uniti con il loro status speciale di centro di riserva, Michaely ha trovato che sei degli otto principali paesi industriali hanno seguito questo modello, mentre la politica monetaria nei restanti due paesi è stata « neutrale » riguardo alla bilancia dei pagamenti. Sette degli otto paesi considerati erano paesi europei.

prescelti sono il saggio ufficiale di sconto e il tasso di sviluppo dell'offerta di moneta (approssimativamente M_1). Il saggio di sconto fu consapervolmente aumentato in periodi di disavanzo e ridotto in periodi di surplus. D'altra parte, le riduzioni dello sviluppo dell'offerta di moneta furono in larga misura « governate » dagli stessi disavanzi della bilancia dei pagamenti; in situazioni del genere le autorità monetarie vendettero valuta estera (dollari) per raccogliere e ritirare moneta nazionale (di solito moneta ad alto potenziale).

Alla base monetaria non si permise di ridursi per l'importo di ogni deficit dei pagamenti internazionali, misurato da Michaely con le perdite di riserve valutarie. Le banche centrali prestarono alle banche commerciali e ai rispettivi Tesori in misura sufficiente a neutralizzare (sterilizzare) in parte ma non completamente la contrazione della base di moneta ad alto potenziale che altrimenti si sarebbe verificata. In particolare, Michaely pone in risalto l'aumento del credito concesso dalle banche centrali alle varie categorie di banche commerciali in periodi durante i quali la bilancia dei pagamenti di un dato paese era in deficit e quando contemporaneamente il tasso di sviluppo di M_1 di solito si abbassava.

Sebbene il sistema di Bretton Woods dipendesse dal dollaro statunitense come moneta di intervento, non ci vuole molta immaginazione per raffigurarsi analoghe, ma più marcate, reazioni interne a interventi simmetrici ufficiali da parte delle banche centrali della CEE per mantenere il sistema ST di tassi di cambio.

Riduzione dell'ambito delle operazioni di mercato aperto

Nei paragrafi precedenti si è indicato come una politica monetaria di *breve periodo* potrebbe idealmente essere condotta in paesi che aspirano a una piena integrazione monetaria. Nulla però si è detto sui problemi di lungo andare. Non si è fornito cioè nessun suggerimento volto ad assicurare una continua espansione « secolare » della base monetaria di ciascun paese della CEE in sintonia col procedere dello sviluppo economico. In realtà, questo problema non è stato considerato, nonché dalla Comunità Europea, da nessun singolo paese comunitario.

« ...In nessuno dei paesi esaminati sembra vi sia uno specifico orientamento per ciò che riguarda il modo in cui la base di riserva del sistema bancario potrebbe essere ampliata per adeguarla allo svi-

luppo secolare. Questa deficienza può derivare in parte da un qualche residuo della dottrina delle 'real bills', che assumeva, almeno implicitamente, che lo sviluppo del 'commercio' avrebbe provocato un accresciuto afflusso di cambiali verso la banca centrale, il quale a sua volta avrebbe allargato la base di riserva. Cosa più importante, nella maggioranza dei paesi esaminati gli afflussi di divise estere e, a intermittenze, i disavanzi dei bilanci statali hanno indotto a concentrare l'attenzione sui mezzi atti a controllare eccessi di liquidità piuttosto che sulla necessità di rifornire le banche di riserve per assicurare un'adeguata espansione della massa monetaria. Nel complesso è quindi lecito concludere che il risconto nei suddetti paesi è in genere considerato come un meccanismo residuo, mediante il quale la complessiva disponibilità di riserve viene aggiustata alle esigenze di sviluppo di lungo periodo». (13)

Il problema dello sviluppo secolare deve essere affrontato, sebbene io non intenda approfondirlo in questa sede (14). Evidentemente, i paesi della CEE potrebbero accordarsi per effettuare continui equilibrati acquisti di attività nazionali da parte delle singole banche centrali nel mercato aperto secondo una qualche regola del tipo Friedman. Con soluzione meno soddisfacente, i paesi della CEE potrebbero continuare ad accumulare, come principale metodo di intervento, importi netti di dollari statunitensi. Potrebbero infine permettere semplicemente al volume dei risconti di espandersi a un dato tasso secolare concordato. La flessibilità di quest'ultimo strumento resta un elemento importante come complemento dei primi due metodi. Comunque, un accordo sul fatto complessivo d'espansione secolare è probabilmente molto più importante che non la scelta di un qualsiasi particolare metodo per realizzarlo.

Assumendo che questo problema « di lungo andare » sia risolto, vi sono vincoli che le banche centrali della CEE potrebbero imporre alla loro condotta nel breve termine? Di nuovo, procedendo secondo l'ipotesi A da noi posta — che cioè non vi siano gravi crisi valutarie —, le operazioni di mercato aperto e gli altri strumenti monetari discrezionali (ad esempio, variazioni degli obblighi di riserva) potrebbero ben essere banditi per mutuo accordo. Siffatti strumenti sono

(13) GEORGE GARVY, *op. cit.*, p. 183.

(14) Per un più diffuso esame teorico ed empirico dei problemi che implica la formulazione di una politica monetaria nel periodo lungo, v. R. I. MCKINNON, « Monetary Theory and Controlled Flexibility in the Foreign Exchanges », *Essays in International Finance*, n. 84, Princeton University, aprile 1971.

troppo suscettibili di entrare in conflitto e quindi di sconvolgere un meccanismo di aggiustamento basato su interventi ufficiali simmetrici nei mercati valutari e su un meccanismo flessibile di risconto.

Ridurre l'ambito delle operazioni di mercato aperto, come strumento per realizzare una politica monetaria di breve periodo nell'ambito della CEE, è un drastico rimedio. Ma le autorità monetarie nazionali hanno spesso adottato politiche monetarie discrezionali contrarie sia alle esigenze di aggiustamento esterno sia alla stabilità monetaria interna. Limitiamoci a un caso estremo: le operazioni inglesi di mercato aperto nel periodo successivo alla seconda guerra mondiale, che bene illustrano il problema in discussione.

Nel suo esame delle politiche monetarie seguite dai maggiori paesi industriali, Michaely ha rilevato una anomalia nel modo inglese di reagire ai ricorrenti disavanzi della bilancia dei pagamenti. (15) Da una parte, la Banca d'Inghilterra sembrava conformarsi alle normali regole del giuoco aumentando il saggio ufficiale di sconto in risposta a disavanzi della bilancia dei pagamenti. Peraltro, a differenza di quanto avveniva in altri paesi europei e in Giappone, l'offerta di moneta (in senso stretto, M_1) non cadde in media nei periodi di disavanzo al di sotto della sua normale linea di sviluppo. Ossia, con uno strumento, il tasso ufficiale di sconto, la politica monetaria inglese veniva resa più rigorosa in risposta a un deficit con l'estero; ma con un altro strumento, l'offerta di moneta, si evitavano visibili effetti in senso restrittivo. Poiché la Banca d'Inghilterra era di solito impegnata a intervenire nei mercati valutari per ritirare sterline contro vendite di dollari delle proprie riserve, per quale ragione lo sviluppo di M_1 non si attenuò in una misura apprezzabile?

Il paradosso si chiarisce rilevando che la Banca d'Inghilterra era impegnata in due tipi di operazioni di mercato aperto, ciascuno dei quali era un serio fattore destabilizzatore per l'economia interna e insieme impediva un appropriato aggiustamento al deficit esterno. In primo luogo, la Banca d'Inghilterra operava secondo un principio di completa sterilizzazione, in base al quale acquistava cambiali del Tesoro inglese nel mercato aperto in importi equivalenti a ogni perdita di riserve valutarie. Il deficit non poteva quindi per se stesso avere effetti riduttivi sulla base monetaria. Non c'era, cioè, alcun stabilizzatore automatico a impedire che un incipiente o piccolo deficit con l'estero si cumulasse e trasformasse in un deficit ingente — fino a

(15) MICHAELY, *op. cit.*,

quando almeno la Banca d'Inghilterra non era costretta a rialzare il saggio di sconto in una o più riprese.

Poiché un'intera costellazione di tassi bancari d'interesse a breve termine, attivi e passivi, erano collegati al saggio ufficiale di sconto, ci sarebbe potuta essere pur sempre una qualche riduzione di M_1 , anche se il deficit fosse continuato per un certo tempo prima che si decretasse il rialzo del saggio di sconto. Senonché la Banca d'Inghilterra era anche impegnata a sostenere i titoli pubblici a lungo termine nel mercato finanziario. Quando i tassi d'interesse a breve termine salivano, si manifestava una certa pressione al rialzo sui tassi a lungo termine e una corrispondente pressione al ribasso sui prezzi dei titoli pubblici. La Banca d'Inghilterra era allora trascinata nel mercato come acquirente di titoli pubblici e così tendeva ad espandere la base monetaria anche in periodi in cui la bilancia dei pagamenti era in deficit. (16)

I due tipi di operazioni di mercato aperto in cui la Banca d'Inghilterra era impegnata si combinarono in modo tale da condurre a condizioni di instabilità monetaria dal punto di vista sia interno sia internazionale. Si consentì in tal modo che piccoli squilibri della domanda o dell'offerta di moneta si cumulassero e si trasformassero in squilibri di ampie proporzioni. Sebbene di tipo estremo, il caso inglese suggerisce che le autorità monetarie dei paesi CEE farebbero bene ad accordarsi per non usare operazioni di mercato aperto per obiettivi di breve periodo in momenti non critici, specialmente quando sono disponibili strumenti preferibili di controllo monetario di breve periodo.

Osservazioni conclusive

Mentre l'evoluzione da una pseudo-unione valutaria a una piena integrazione monetaria è un processo delicato, i problemi tecnici di coordinare le misure di intervento delle singole banche centrali non presentano difficoltà insormontabili. Due principi importanti sembrano emergere chiaramente.

In primo luogo, gli effetti di interventi ufficiali nei mercati valutari sulla base monetaria di ciascun paese dovrebbero essere quantitativamente importanti e simmetrici fra paesi in deficit e paesi in

(16) Per una più completa analisi della base logica della politica monetaria inglese di questo dopoguerra, v. DONALD R. HODGEMAN, «British Techniques of Monetary Policy: A Critical Review», *The Journal of Money, Credit and Banking*, novembre 1971, pp. 760-799.

surplus della CEE. Soltanto così sarebbe possibile stabilizzare la base monetaria della CEE considerata nel suo insieme. Questa simmetria non può considerarsi assicurata nel presente assetto istituzionale.

In secondo luogo, a sostegno di interventi simmetrici nei mercati valutari, una politica del risconto guidata dal mercato ha un netto vantaggio comparativo rispetto a operazioni di mercato aperto e ad altri strumenti più discrezionali di politica monetaria. Usati in modo appropriato, i meccanismi nazionali di risconto possono eliminare gran parte dei conflitti suscettibili di insorgere fra l'esigenza di aggiustamenti nei conti internazionali da una parte e la stabilità monetaria interna dall'altra. Per contro, l'uso continuo di operazioni di mercato aperto ha più probabilità di esercitare un'influenza destabilizzante per quei paesi le cui banche centrali vi ricorrono, e anche per gli altri membri di una unione monetaria in fasce.

Non è per puro accidente che, nell'evolvere dei rapporti fra le banche di riserva federale degli Stati Uniti, oggi una banca di riserva soltanto — quella di New York — si impegni in operazioni di mercato aperto. Tutte le banche di riserva federale forniscono però possibilità di risconto alle banche commerciali associate al sistema della riserva federale, anche se il risconto ha finito con l'essere d'uso limitato negli ultimi anni a causa dell'atteggiamento sfavorevole delle autorità monetarie e dello sviluppo dei mercati dei « federal funds » e delle cambiali del Tesoro. In Europa, mancando analoghi mercati monetari internazionali, il risconto può, potenzialmente, svolgere un prezioso servizio per la politica monetaria della CEE per molti anni avvenire.

RONALD I. MCKINNON