

Finalità e modalità operative del Fondo europeo di cooperazione monetaria ⁽¹⁾

1. Finalità operative del Fondo europeo di cooperazione monetaria

Le finalità del Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) possono essere considerate sotto un duplice aspetto: di ordine concreto e di attuazione immediata, nel quadro della struttura esistente, oppure di ordine ideale e di lungo periodo, in uno schema che comporta innovazioni di carattere istituzionale. Nel primo caso sono soprattutto da risolvere problemi di cooperazione in materia di cambi; nel secondo, sono piuttosto da affrontare temi riguardanti la cooperazione nella politica monetaria.

Nel presente studio sono esposte alcune considerazioni tendenti a risolvere i problemi dei cambi fra i paesi CEE nell'ambito dell'attuale struttura istituzionale, senza peraltro trascurare la possibilità del passaggio a forme di cooperazione monetaria aventi un più ampio respiro.

Come è noto, l'istituzione di un fondo monetario europeo venne proposta sul piano ufficiale nel dicembre 1969, nella conferenza dell'Aja, quando i Capi di stato o di governo decisero di rilanciare il processo di unificazione economica e monetaria europea.

In adempimento a quella decisione il Consiglio della CEE demandò a un gruppo di lavoro, composto dai presidenti dei vari comitati comunitari (politica congiunturale, di politica economica a medio termine, politica di bilancio, Comitato dei governatori e Comitato monetario), presieduto dal primo ministro lussemburghese Pierre

(1) Salvo marginali aggiornamenti, questo testo ha formato oggetto di una comunicazione alla Conferenza di Wingspread, organizzata dall'Università di Chicago nel luglio 1972, avente per tema le politiche monetarie nazionali e il sistema finanziario internazionale.

Ringrazio il dott. Ercole Tuccimei per la collaborazione nella stesura delle note di aggiornamento.

Werner, l'incarico di studiare le possibilità di realizzazione dell'unione economica e monetaria tra i paesi della CEE.

Nel rapporto presentato dal gruppo, noto come « rapporto Werner », per quanto attiene all'unione monetaria, si proponeva di realizzare, nell'arco di un decennio, la liberalizzazione totale dei movimenti di capitale, l'abolizione dei margini di fluttuazione dei tassi di cambio e la fissazione irrevocabile dei rapporti di parità.

Per il raggiungimento di queste finalità il rapporto Werner prevedeva l'istituzione di un Fondo europeo di cooperazione monetaria incaricato, in un primo tempo, di facilitare il coordinamento degli interventi delle banche centrali sui mercati dei cambi, ma destinato ad assumere la funzione di organo abilitato alla gestione comune delle riserve nell'ambito del futuro sistema comunitario delle banche centrali.

Tali suggerimenti, fatti propri dal Consiglio dei ministri della CEE nelle risoluzioni del 22 marzo 1971 (punto III, 8) e del 21 marzo 1972 (punto III, 4) hanno trovato una sanzione ufficiale nella conferenza dei Capi di stato o di governo svoltasi a Parigi nell'ottobre 1972: in quella occasione venne infatti deciso di istituire un Fondo europeo di cooperazione monetaria, alla cui gestione provvederà il Comitato dei governatori delle banche centrali nel quadro degli orientamenti generali di politica economica stabiliti dal Consiglio dei ministri.

Il Consiglio della CEE, con regolamento n. 907/73 del 3 aprile 1973, ha dato vita al FECOM approvandone nel contempo il relativo statuto (2).

Le operazioni del Fondo sono espresse in una unità di conto monetaria europea il cui valore è pari a 0,88867088 grammi di oro fino. Il valore dell'unità di conto viene modificato automaticamente allorché tutti gli stati membri variano la parità o il tasso centrale delle loro monete simultaneamente e nello stesso senso. In particolare, l'articolo 5 dello Statuto dispone che il valore dell'unità di conto è modificato automaticamente:

— in caso di mutamenti della stessa proporzione: nel senso e nella proporzione delle modifiche intervenute;

(2) Poiché il Fondo ha personalità giuridica ed è quindi portatore di diritti e di doveri anche nei confronti di terzi, per la sua istituzione è stata adottata la forma tecnica del regolamento il quale, fra gli atti comunitari, è il solo direttamente applicabile negli stati membri.

— in caso di mutamenti di proporzione diversa: nel senso ed in proporzione alla più bassa variazione della parità, a meno che il Consiglio non decida diversamente.

Il FECoM ha personalità giuridica. Viene amministrato e gestito da un Consiglio di amministrazione di cui fanno parte i membri del Comitato dei governatori e un rappresentante della Commissione della CEE. Partecipa inoltre alle riunioni del Consiglio un rappresentante delle autorità monetarie lussemburghesi, il quale ha diritto di voto ogni volta che i diritti e gli obblighi del Granducato del Lussemburgo non sono esercitati dalla Banca Nazionale del Belgio nell'ambito dell'unione economica belgo-lussemburghese.

Il Fondo europeo, nella veste di strumento tecnico delle operazioni in cambi effettuate dai singoli paesi della Comunità, deve svolgere queste funzioni: *a)* operare come organo centrale rilevatore dei tassi di cambio di mercato; *b)* coordinare gli eventuali interventi, entro i margini massimi di oscillazione dei cambi rispetto al cambio centrale concordati fra le banche centrali della CEE; *c)* registrare e regolare le posizioni di debito e di credito nascenti dalle operazioni in cambi dei singoli paesi della Comunità.

La prima funzione consente di ridurre i costi e i tempi tecnici di informazione per gli uffici cambi operativi dei singoli paesi della Comunità. A questo riguardo occorre rammentare l'accordo di Basilea del Comitato dei governatori della CEE (3), in base al quale, dal 24 aprile, sono effettuati interventi in monete comunitarie volti ad impedire che le oscillazioni dei cambi fra le monete stesse, superino i margini del 2,25 per cento previsti per i rapporti di cambio col dollaro. Invero questa intesa, specie se si dovessero anche concordare interventi entro i margini massimi di oscillazione, concorre a rendere ancor più profittevole l'accentramento continuo ed immediato delle quotazioni dei cambi delle varie piazze, essendo necessario ampliare il campo di valutazione delle alternative connesse con gli arbitraggi a tutte le possibili combinazioni delle monete CEE fra di loro e con il dollaro. Questa funzione tuttavia, per quanto rilevante, non sarebbe da sola sufficiente a giustificare la creazione del Fondo europeo, in quanto potrebbe essere svolta da un semplice ufficio centrale di raccolta e coordinamento delle quotazioni in cambi operante a favore di tutti i paesi comunitari. Un tale centro informativo sarebbe in

(3) Accordo sul restringimento dei margini di fluttuazione dei cambi delle monete CEE (Basilea, 10 aprile 1972).

ogni caso di grande utilità, specie se le sue prestazioni si dovessero estendere, come si ritiene di suggerire, a favore di tutti gli operatori in cambi, oltre che delle banche centrali.

La seconda funzione, volta al coordinamento degli eventuali interventi entro i margini massimi di oscillazione dei cambi, è idonea a fornire alle autorità monetarie della CEE elementi di giudizio sulla situazione congiunturale e di bilancia dei pagamenti dei singoli paesi della Comunità. Questa funzione appare ancora più utile se si considera che le decisioni in materia di intervento entro i margini devono poggiare su valutazioni fondate e obiettive di bilancia dei pagamenti nei confronti di taluni paesi, tali da giustificare le modifiche alla configurazione della bilancia dei pagamenti comunitaria, quale risulterebbe dagli interventi effettuati soltanto sui margini estremi di fluttuazione.

La terza funzione, infine, intesa a compensare e a regolare le posizioni di debito e di credito nascenti dalle operazioni in cambi dei singoli paesi della Comunità, consente di effettuare compensazioni e quindi di ridurre il volume dei trasferimenti valutari e il fabbisogno di saldi di esercizio.

Il meccanismo di compensazione si realizza sia mediante l'accentramento delle operazioni in cambi espresse in monete diverse, sia mediante il differimento nel tempo della liquidazione delle operazioni stesse. A tal fine occorre concordare che le operazioni in cambi siano rese omogenee e che i regolamenti non abbiano luogo per ognuna di esse, ma siano differiti alla fine di un periodo determinato. Potrà allora accadere che il paese A risulti nei confronti del paese B creditore per 100 e debitore per 150, cosicché si avrà una compensazione bilaterale per 100 e un fabbisogno di liquidità soltanto per 50. E' ancora possibile che il paese C abbia un debito di 50 nei confronti di A e un credito di pari importo rispetto a B; in tal caso non sarà necessaria alcuna liquidazione, qualora la compensazione sia di tipo multilaterale e si abbia convertibilità degli strumenti di pagamento utilizzati da tutti i membri del sistema.

2. Tecnica di intervento in cambi concordata a Basilea

Prima di procedere all'esame delle possibili soluzioni in materia di compensazione delle posizioni di debito e di credito dei paesi CEE, occorre richiamare brevemente le intese raggiunte con l'accordo di

Basilea per gli interventi in cambi. A questo riguardo è da precisare che il dollaro non è più assunto come polo di riferimento, in quanto gli interventi in dollari e quelli in monete comunitarie sono posti sullo stesso piano. I tassi di cambio delle monete CEE fra di loro e con il dollaro vengono così ad essere compresi in un'unica fascia, la cui ampiezza risulta delimitata dallo scarto massimo del 2,25 per cento, ammesso, in un dato istante, fra il cambio della moneta più apprezzata e quello della moneta più deprezzata, tenuto conto delle parità o dei cambi centrali rispettivi. Questa fascia oscilla entro il piano delimitato dai margini, in un intervallo di tempo, di $\pm 2,25$ per cento rispetto alla parità o al cambio centrale col dollaro.

L'andamento e l'ampiezza della fascia di oscillazione dei cambi istantanei delle monete CEE fra di loro e con il dollaro entro i margini di $\pm 2,25$ per cento — ossia, come si suol dire in gergo, la sinuosità e la dimensione del serpente entro il tunnel smithsoniano — è in funzione: a) della posizione globale comunitaria in cambi rispetto al dollaro; b) della posizione in cambi delle singole monete CEE fra di loro; c) del tipo e del volume di intervento in cambi eventualmente effettuato dalle autorità monetarie CEE.

Il primo fattore determina la latitudine della fascia dei cambi delle monete CEE fra di loro e con il dollaro rispetto alla linea di parità, e quindi tende a spostare verso l'alto (+2,25 per cento, se il cambio è quotato incerto per certo) o verso il basso (—2,25 per cento) la fascia stessa, secondo che si verifichi un disavanzo o un avanzo globale comunitario verso l'area del dollaro.

Il secondo fattore condiziona l'ampiezza della fascia di oscillazione dei cambi, che sarà tanto maggiore quanto più sono squilibrate le posizioni in cambi all'interno dell'area CEE.

Il terzo fattore, infine, nella misura in cui opera sulla fascia dei cambi all'interno della banda, determina modifiche nelle posizioni di debito e di credito fra i paesi CEE senza incidere sulla posizione della CEE verso l'area del dollaro; se invece agisce quando già la fascia è a contatto con la linea che delimita la banda, allora modifica la posizione dell'area CEE verso il dollaro, ma non quella fra i paesi CEE. L'ampiezza della fascia nel primo caso tende a restare immutata, mentre nel secondo tende a restringersi, a meno che non abbia luogo un prelievo di dollari dalle riserve ufficiali del paese in disavanzo.

Ad influire sulla posizione della fascia di oscillazione dei cambi delle monete CEE fra di loro e col dollaro concorrono le compravendite di dette monete da parte degli operatori privati, nonché gli

interventi effettuati dalle autorità monetarie dei singoli paesi CEE. La posizione della fascia di oscillazione è pertanto in funzione di fattori di mercato ed istituzionali. A questo riguardo è da sottolineare che, anche a prescindere dagli interventi delle autorità monetarie entro i margini di oscillazione, i fattori istituzionali possono avere incidenza sulla posizione della fascia di oscillazione, nella misura in cui gli operatori in cambi siano tenuti all'osservanza di specifiche norme di gestione, quali, ad esempio, quelle che in Italia impongono l'osservanza di determinate posizioni in cambi contro lire (ora attive, ora passive, ora pareggiate) alle banche italiane abilitate, nonché quelle, come nel caso del Belgio, della Francia e dell'Italia che istituiscono il doppio mercato: ufficiale o regolamentato per gli scambi di merci e servizi, finanziario o libero per i trasferimenti di capitali.

Il divieto per le banche italiane di acquisire contro lire posizioni plus o minus in valuta estera, salvo importi di trascurabile rilievo, collegato all'obbligo per le autorità ufficiali di astenersi, in conformità agli accordi di Basilea, da qualsiasi intervento in cambi entro i margini di oscillazione massimi consentiti, tende ad esercitare una incidenza negativa sulla stabilità giornaliera e stagionale dei tassi di cambio della lira.

Le quotazioni relative, infatti, tendono a situarsi sui punti estremi di oscillazione consentiti e quindi a spostare e rendere più mobile la fascia dei cambi delle monete CEE fra di loro e col dollaro.

Se poi si considera che sono anche posti vincoli al regolamento dei saldi debitori e creditori fra i paesi CEE, l'incidenza esercitata dal monopolio in cambi dell'Italia sulla posizione della fascia di oscillazione dei cambi potrà avere anche un riflesso sulla composizione delle riserve ufficiali del paese, essendo essa in funzione non tanto dell'andamento del saldo globale di bilancia dei pagamenti, quanto piuttosto del contingente andamento giornaliero e stagionale delle operazioni con l'estero.

L'incidenza negativa sulla stabilità dei tassi di cambio della lira esercitata dal divieto per le banche italiane di acquisire contro lire posizioni plus o minus in valuta estera, può tuttavia essere temperata, e talvolta anche annullata, sia dalla gestione dei conti valutari da parte degli operatori privati non bancari, sia dalle autorizzazioni che consentono alle aziende di credito di assumere posizioni plus o minus nei confronti dell'estero, sia, infine, dalla conclusione di riporti dollari-lire fra l'Ufficio italiano cambi e le aziende di credito.

Nei confronti dei paesi aventi un doppio mercato le possibilità di arbitraggio sulla base dei cambi del mercato ufficiale sono condizionate al tipo delle sottostanti operazioni con l'estero, essendo escluse dal mercato ufficiale o regolamentato talune operazioni in cambi, anche se gli arbitraggi si collegano ad operazioni svolte in paesi ove non ha luogo la distinzione fra i due mercati. Il doppio mercato può influire anche sul volume dei regolamenti in dollari e sulla posizione della fascia di oscillazione dei cambi istantanei delle monete CEE fra di loro e con il dollaro, in quanto l'uno e l'altra sono in funzione non soltanto dell'avanzo o del disavanzo globale della Comunità considerata come unico complesso, ma anche degli importi che affluiscono al mercato finanziario o libero.

Quanto precede, nel porre in evidenza che l'adozione di norme valutarie comuni da parte dei paesi CEE può incidere in modo diverso sui singoli paesi ove si innesti su strutture istituzionali non uniformi, conferma in modo concreto l'esigenza — che già si ebbe occasione di sottolineare in termini deduttivi generali (4) — di procedere all'unificazione economica europea attraverso assetti istituzionali aventi comuni orientamenti e uniformi strutture.

La correzione richiederebbe: *a)* per l'Italia, che alle aziende di credito sia concesso di detenere saldi di esercizio in valuta estera contro lire; *b)* per la Francia, il Belgio e l'Italia, la soppressione del doppio mercato, oppure l'introduzione del doppio mercato su basi omogenee in tutti i paesi CEE.

3. Modalità di compensazione e di finanziamento dei saldi dei paesi CEE

Secondo il citato accordo di Basilea, il paese creditore ha titolo ad essere rimborsato o nella propria moneta o con strumenti di pagamento assortiti in base alla composizione delle riserve del paese debitore. Le operazioni di finanziamento collegate alla compensazione bilaterale sono di importo illimitato e fruttano un tasso di interesse uniforme per tutti i paesi, basato sulla media aritmetica dei tassi di sconto ufficiali applicati dalle banche centrali partecipanti. Esse devono essere regolate alla pari, nell'ultimo giorno lavorativo

(4) FRANCESCO MASERA, *Monetary and Exchange Rate Policy of the EEC Countries*, Suerf Series 6A, 1972, pag. 3.

del mese successivo a quello della loro conclusione. Gli interventi per mantenere le oscillazioni dei cambi entro i margini prefissati vanno effettuati, una volta esaurite le riserve in monete CEE utili a questo fine, come segue: *a)* con riporti (swaps) a breve termine, ove la moneta nazionale raggiunga il limite di deprezzamento massimo concordato (+2,276 per cento rispetto al cambio centrale, se il cambio è quotato incerto per certo); *b)* con vendite a termine secco, ove la moneta nazionale raggiunga il limite di apprezzamento massimo (—2,225 per cento) (5). Da quanto precede appare evidente che gli strumenti a disposizione dei paesi CEE, contemplati nel recente accordo di Basilea, offrono la possibilità di effettuare compensazioni e finanziamenti limitatamente alle operazioni reciproche.

A questo punto va osservato che il meccanismo di compensazione è tanto più efficace quanto maggiori sono la frequenza delle inversioni nell'andamento dei saldi e l'intreccio delle operazioni in cambi. Il differimento nel tempo in questo caso rappresenta soltanto un mezzo tecnico per realizzare le compensazioni, non già uno strumento di finanziamento. La liquidazione dell'operazione in cambi viene infatti differita non già affinché si cumuli con la successiva, bensì si cancelli con un'altra di segno contrario.

Se si considera che gli interventi ufficiali in cambi hanno luogo di regola soltanto ai margini della fascia di oscillazione e quindi tendono a ricollegarsi generalmente a situazioni di mercato durature, anziché a eventi accidentali, è da ritenere che le compensazioni abbiano limitate possibilità di realizzazione nel breve termine (6). Ne consegue che il meccanismo di compensazione, affinché sia attualmente efficace, deve puntare sull'accentramento dei saldi, a prescindere dalla moneta in cui sono espressi e dai paesi operatori. In altre parole occorre mirare alla compensazione multilaterale dei saldi basata prevalentemente sull'accentramento delle operazioni in cambi. Naturalmente lo strumento della compensazione potrebbe fin d'ora accrescere la sua efficacia ove si concordassero fra i paesi CEE interventi

(5) Il limite di deprezzamento risulta determinato dal prodotto del tasso centrale per 102,276; quello di apprezzamento dal prodotto del tasso centrale per 97,775. Detti limiti conducono a determinare rispettivamente la quotazione massima e quella minima fra due monete CEE che si conciliano con quotazioni del dollaro rispetto alle due monete CEE in esame aventi uno scarto rispetto al tasso centrale di $\pm 1,125$ per cento.

(6) A seguito della revisione degli accordi di Basilea, gli interventi possono avvenire, dal gennaio 1973, anche all'interno dei limiti di fluttuazione, sia in monete comunitarie, sia in dollari.

entro i margini di oscillazione, perché in tal caso si verrebbe ad estendere la frequenza degli interventi agli eventi accidentali, che per loro natura tendono ad essere di segno difforme.

Del pari si potrebbe prevedere l'utilizzo dello strumento della compensazione accentrato presso il Fondo europeo, non solo per le posizioni di debito e di credito in cambi delle autorità monetarie, ma anche per quelle nascenti dai trasferimenti internazionali degli altri operatori. A tal fine si potrebbe istituire una compensazione di tutte le posizioni in cambi comunitarie, gestita mediante calcolatore e realizzata in due stadi, l'uno a livello nazionale presso la banca centrale, per le posizioni delle banche commerciali, e l'altro a livello comunitario presso il Fondo europeo, per le posizioni delle banche centrali. All'attuale sistema stellare comunitario multiplo si verrebbe così a sostituire un sistema stellare unico.

4. Modalità da seguire per rendere multilaterali le posizioni in cambi dei paesi CEE

L'efficacia operativa delle compensazioni nell'ambito del Fondo europeo dipende in larga misura dalle modalità che si adottano per rendere multilaterali i pagamenti e per liquidare i saldi finali risultanti. A questo fine possono essere considerate due distinte soluzioni: l'una fa capo ad una multilateralizzazione dei pagamenti limitata alle posizioni di debito e di credito espresse in monete comunitarie, l'altra ad una multilateralizzazione estesa a tutte le posizioni di debito e di credito espresse sia in monete comunitarie sia in dollari.

Entrambe le soluzioni prevedono una novazione fra debitori e creditori attraverso l'interposizione del Fondo europeo, e una conseguente trasformazione di posizioni di debito e di credito bilaterali fra paesi comunitari in posizioni globali nette di debito e di credito. Questa trasformazione ha luogo facendo ricorso ad una unità di conto (7), ossia ad uno strumento che rende fungibili i debiti e i crediti risultanti da interventi in monete comunitarie diverse. A questo fine occorre: *a)* determinare la parità aurea delle monete CEE; *b)* calcolare il fattore di conversione necessario per esprimere in unità di conto le posizioni di debito e di credito nelle varie monete, sulla

(7) Vorremmo proporre per questa unità di conto il nome di Eurolibra al fine di ricollegarsi idealmente con il primo esempio di unità di conto europea che fu la «libra» di Carlo Magno

base delle parità auree rispettive; *c)* rettificare questo fattore di conversione per il deprezzamento o l'apprezzamento (quale si riscontra sul mercato dei cambi al momento della conversione in unità di conto) della moneta del paese debitore rispetto alla moneta nella quale è espresso il debito.

Ove si attui la prima soluzione, il Fondo europeo ha una posizione equilibrata di debiti e di crediti stilati in unità di conto ed opera come semplice intermediario versando ai creditori netti le riserve, nell'entità e nella qualità ricevute dai debitori netti. In questo caso il Fondo non ha alcuna esigenza di detenere fondi di esercizio propri, ma ha limitate possibilità operative in termini di compensazione delle posizioni di debito e di credito, soprattutto se non sono ammesse facilitazioni automatiche di credito fra i paesi comunitari, attraverso un allungamento dei termini di regolamento (8).

Maggiori possibilità di compensazione offre la seconda soluzione, ossia la multilateralizzazione delle posizioni di debito e di credito espresse oltre che in monete CEE anche in dollari. In questo caso però viene meno l'equilibrio delle posizioni di debito e di credito in seno al Fondo europeo e sorge l'esigenza di dotare il Fondo stesso di risorse in dollari per il regolamento delle posizioni espresse in questa moneta.

Ove si accolga questa soluzione, si potrebbe stabilire che ciascun paese sottoscriva una quota di partecipazione al Fondo, ragguagliata, ad esempio, a quella prevista per il sostegno monetario a breve termine, o a un suo multiplo, mediante versamento del controvalore in dollari. Le risorse così versate presso il Fondo potranno essere utilizzate per effettuare i necessari regolamenti degli interventi sul mercato dei cambi disposti dalle banche centrali. Nello svolgimento di questa funzione, il Fondo europeo potrebbe anche accordare, a valere sulle proprie disponibilità in dollari, finanziamenti ai partecipanti (oltre l'ammontare delle quote versate) fino al giorno del regolamento dei saldi delle compensazioni multilaterali effettuate. In tale giorno, ad esempio a fine mese, si dovranno ripristinare le quote in dollari versate dai singoli paesi CEE al Fondo europeo secondo modalità che dipendono dallo schema di compensazione adottato. A questo riguardo è da precisare che si possono seguire due procedure: l'una che con-

(8) Questa soluzione corrisponde a quella prevista dallo statuto del Fondo europeo emanato nell'aprile 1973, secondo il quale risultano assicurati, nella prima fase di attività, soltanto il carattere multilaterale dei saldi derivanti dagli interventi delle banche centrali in monete comunitarie e il carattere multilaterale dei regolamenti intracomunitari.

duce ad una compensazione delle posizioni di debito e di credito in dollari separata da quella relativa alle posizioni in monete CEE, l'altra che porta ad una compensazione generale dei saldi senza distinzione di monete e quindi ad un accentramento di tutti i saldi. Questa seconda procedura consente di estendere al massimo le possibilità di compensazioni e riflette in misura più accentuata uno schema operativo comunitario che pone sullo stesso piano gli impegni di intervento in dollari e in monete comunitarie. Verso la scelta di questa seconda procedura spinge anche la considerazione che la composizione dei saldi debitori e creditori nelle varie valute e lo stesso volume dei saldi sono in funzione non solo dell'andamento dei rapporti dei singoli paesi CEE con le varie aree valutarie, ma anche degli arbitraggi e degli interventi in cambi effettuati nelle diverse monete, nonché dell'ampiezza concordata dei margini di oscillazione. A questo proposito è da osservare che la liquidazione dei saldi espressi in monete CEE secondo la composizione delle riserve dei paesi debitori, così come concordato a Basilea, potrebbe dar origine a parziali esborsi in oro o in strumenti ad esso assimilati, che si collegano all'assunzione di posizioni debitorie per disavanzi nascenti non già da operazioni dirette, bensì da operazioni indirette di arbitraggio connesse con la convenienza degli operatori del paese creditore di negoziare gli introiti in dollari nella moneta del paese debitore (9).

Ciò premesso, è da rilevare che, ove si segua lo schema della compensazione delle posizioni in dollari separata da quella in monete CEE, si dovranno: a) ripristinare le quote versate in dollari dai singoli paesi CEE, i quali dovranno anche provvedere a rimborsare i finanziamenti e ad effettuare i necessari conguagli in questa valuta; b) liquidare le posizioni in unità di conto derivanti da debiti e crediti espressi all'origine in monete CEE, a meno che non si intenda far ricorso ai finanziamenti previsti sotto forma di operazioni di riporto

(9) Dal 1° gennaio 1973, per la frazione dovuta in oro dei regolamenti dei saldi debitori risultanti dagli interventi in monete comunitarie, le parti interessate possono ricorrere a vendite di oro con patto di riscatto a richiesta del debitore, oppure a swaps di oro contro moneta del creditore conclusi direttamente tra le parti o con l'intermediazione di organismi internazionali, oppure a proroghe del credito inizialmente concesso; operazioni tutte rinnovabili di tre mesi in tre mesi fino al 31 marzo 1975. Le operazioni medesime potranno peraltro essere liquidate anticipatamente mediante riacquisto sul mercato della moneta del creditore, se questi è d'accordo, mediante cessione di oro o di strumenti di riserva assimilabili all'oro, ovvero mediante cessione di dollari e altre monete accettate dal creditore. Queste soluzioni opzionali (in caso di disaccordo tra le parti, prevale la scelta del debitore) sono applicabili fino all'entrata in funzione del Fondo europeo di cooperazione monetaria.

a breve termine o alle vendite a termine secco, nel qual caso la liquidazione ha luogo, come si è osservato, alla fine del mese successivo a quello della concessione dei finanziamenti.

Qualora si segua lo schema della compensazione generale dei saldi senza distinzione di monete, la liquidazione a fine mese delle posizioni in unità di conto avrà luogo mediante conguagli in dollari, per ripristinare le quote versate in questa moneta dai paesi CEE. Pertanto l'eventuale eccedenza di saldi in dollari rispetto alla dotazione sarà ripartita fra i paesi creditori netti in proporzione ai crediti, mentre l'eventuale carenza sarà colmata dai paesi debitori netti in proporzione ai debiti. Il saldo risultante dopo il conguaglio darà origine ad acquisizioni da parte dei paesi creditori CEE di riserve sull'estero collegate ai versamenti effettuati dai paesi debitori CEE. Anche in questo caso è da prevedere che si possa far ricorso, al momento della liquidazione, a finanziamenti mediante operazioni di riporto o di vendita a termine secco, per le quote da versare ai paesi creditori CEE.

5. Il Fondo europeo come strumento di attuazione del sostegno monetario a breve termine e di armonizzazione delle riserve sull'estero dei paesi CEE

L'accentramento presso il Fondo europeo delle posizioni di debito e di credito verso l'estero dei paesi della Comunità e l'assegnazione al Fondo stesso di saldi di esercizio possono costituire un utile strumento per l'attuazione del sostegno monetario a breve termine. Il Fondo europeo dovrebbe operare, anche in questo caso, come organo tecnico delle autorità monetarie della Comunità, in sede sia di delibera del sostegno, sia di esecuzione. Per realizzare quest'ultimo obiettivo occorre tuttavia prevedere una maggiore dotazione di risorse finanziarie a favore del Fondo europeo, nonché far sì che la composizione delle risorse stesse corrisponda, in larga misura, a quella media delle riserve detenute dalla CEE, in guisa da consentire di liquidare in modo uniforme tra i paesi CEE le posizioni di debito e di credito nascenti dal sostegno monetario reciproco (10).

(10) Il sistema di sostegno monetario a breve termine, instaurato tra le banche centrali dei paesi membri della CEE nel febbraio 1969, prevede un complesso di facilitazioni creditizie attualmente ammontanti a 1.362,5 milioni di u/c. La quota attribuita all'Italia, che determina la misura del suo impegno e le possibilità di credito, ammonta a 200 milioni di u/c.

Sembra ora opportuno esaminare il problema dell'armonizzazione della composizione delle riserve detenute dai paesi CEE. Al riguardo è da osservare che gli interventi delle autorità monetarie CEE, a seguito degli accordi di Basilea, non solo sono previsti per restringere i margini di oscillazione fra le monete CEE, ma anche per stabilire modalità di liquidazione delle posizioni di debito e di credito reciproche, idonee a realizzare l'armonizzazione delle riserve ufficiali sull'estero detenute dai singoli paesi CEE. A quest'ultimo fine è stato disposto che i saldi delle posizioni CEE siano regolati, da parte del paese debitore, utilizzando, in primo luogo, la moneta del paese creditore e, in secondo luogo, le riserve detenute in proporzione alla loro composizione. Le clausole del citato accordo, se assicurano al paese debitore in moneta CEE un finanziamento bilaterale illimitato per un periodo non superiore ai 60 giorni, impongono peraltro un rimborso qualificato, cosicché il costo del finanziamento, pari, come si è detto, alla media aritmetica dei tassi di sconto ufficiali applicati dalle banche centrali partecipanti, va rettificato in relazione al differenziato apprezzamento fra il dollaro, da un lato, e l'oro e gli strumenti ad esso assimilati, dall'altro.

Questo fattore rettificativo può assumere rilevanza tale da indurre a non fare ricorso al finanziamento comunitario e a ricercare piuttosto la soluzione delle difficoltà di bilancia dei pagamenti nella immediata modifica della parità o del tasso centrale.

Se questa può essere la conseguenza delle previste modalità di rimborso dei finanziamenti fra i paesi CEE e se, per contro, si ritengono essenziali per la realizzazione di finalità comunitarie la stabilità dei tassi di cambio e la concessione di finanziamenti non particolarmente onerosi, appare evidente che l'armonizzazione delle riserve va perseguita attraverso modalità diverse da quelle sopra indicate. Del resto può essere anche illusorio tentare di raggiungere l'obiettivo dell'armonizzazione mediante il rimborso dei finanziamenti con versamenti corrispondenti alla composizione delle riserve del paese debitore, in quanto permane una corrente di alimentazione e di deflusso di dollari autonoma e variabile per i singoli paesi CEE, corrente che può essere così rilevante da alterare continuamente le giacenze delle riserve detenute dai singoli paesi. L'obiettivo dell'armonizzazione delle riserve non può essere conseguito come sottoprodotto del rimborso dei finanziamenti, ma va realizzato impiegando uno strumento ad hoc, che consenta sia un'equa ripartizione degli oneri fra

i paesi CEE, sia una globalità di azione su tutto il volume delle riserve di questi. Una finalità siffatta potrebbe forse essere meglio realizzata ove si disponessero versamenti al Fondo europeo di riserve aventi una composizione uniforme per tutti i paesi CEE e commisurati alle quote fissate per il sostegno monetario a breve termine.

L'accentramento delle riserve dei paesi CEE presso il Fondo europeo deve aver luogo in relazione alle esigenze operative, all'entità e alla durata dei finanziamenti reciproci accordati, nonché assumendo che i finanziamenti stessi non diano origine a rischi di cambio. A questo fine è necessario e sufficiente esprimere i finanziamenti reciproci in unità di conto e accentrare presso il Fondo europeo, nella presente situazione di inconvertibilità in oro delle monete, riserve rappresentate soltanto da dollari e monete comunitarie ed eventualmente da crediti sul Fondo monetario internazionale.

Queste modalità costitutive di un fondo di riserva comunitario sono proprie di uno schema operativo che prevede unicamente agevolazioni d'ordine tecnico fra i paesi CEE per la liquidazione e la compensazione delle posizioni di debito e di credito reciproche e la concessione di finanziamenti.

In questo stadio evolutivo, che non prevede ancora una unione monetaria CEE, è da escludere una gestione comune delle riserve, cosicché ogni paese continua ad essere titolare della propria quota di riserve versata al Fondo europeo. In ogni caso, sia in questo stadio sia in quello finale dell'integrazione monetaria, i versamenti di riserve al Fondo europeo vanno ragguagliati alle quote o a multipli delle quote fissate per il sostegno monetario reciproco, non già all'entità delle riserve detenute dai singoli paesi CEE. Inoltre i versamenti di riserve al Fondo europeo vanno effettuati in termini omogenei per tutti i partecipanti, non già differenziati secondo la composizione delle riserve detenute dai singoli paesi.

6. Il Fondo europeo come matrice della Banca federale europea

Le finalità: compensazione dei saldi, accentramento di una parte delle riserve e creazione di disponibilità in monete CEE da realizzare attraverso le funzioni operative del Fondo europeo, ora descritte, concorrono sia ad accrescere l'utilizzo delle monete CEE a spese del dollaro nella regolamentazione delle posizioni di debito e di credito,

sia ad avviare un processo di gestione comune delle riserve occorrenti per la condotta delle operazioni con l'esterno dell'area comunitaria, sia infine a fare ricorso all'unità monetaria europea per esprimere in termini omogenei, e quindi con implicita garanzia di cambio, le posizioni di debito e credito, fra i paesi CEE, derivanti dall'utilizzo delle facilitazioni di credito in moneta nazionale.

Le funzioni finora assegnate al Fondo europeo, via via di carattere più esteso e penetrante, possono pur sempre essere qualificate di ordine prevalentemente tecnico, tali cioè da non intaccare profondamente l'autonomia operativa in materia di cambi dei singoli paesi CEE.

La gradualità di sviluppo delle funzioni svolte dal Fondo europeo richiede tuttavia che fin dall'inizio si superi una determinata soglia operativa, tale da giustificare la creazione del Fondo stesso. Il giudizio di merito va formulato in termini di costi operativi, raffrontando quelli del sistema nazionale attuale con quelli derivanti dalla creazione del Fondo europeo.

A questo riguardo sembra di poter osservare che, per l'efficienza operativa del Fondo europeo, vada fin dall'inizio previsto il perseguimento dei seguenti obiettivi: la compensazione multilaterale delle posizioni di debito e di credito, la creazione di una unità di conto e infine la centralizzazione presso il Fondo europeo di riserve in valute e in monete nazionali, per il regolamento delle posizioni finali e l'eventuale concessione del sostegno monetario.

Le considerazioni finora svolte, riguardanti sostanzialmente problemi di cooperazione in cambi, non devono indurre a trascurare, in seconda istanza, la possibilità che il Fondo europeo diventi l'idonea matrice di una nuova struttura soprannazionale dei paesi CEE in materia di tassi di cambio reciproci, di riserve ufficiali, di moneta comune. Il Fondo europeo, in altre parole, potrebbe essere anche configurato come nucleo originario della futura organizzazione operativa del Comitato dei governatori delle banche centrali europee.

Un salto di qualità potrebbe derivare dalla direttiva che si proponesse di affidare al Fondo europeo il compito di gestire le riserve sull'estero dei paesi CEE, nonché di restringere progressivamente, fino ad annullarli, i margini di oscillazione dei cambi fra le monete CEE. Invero una direttiva siffatta tenderebbe ad incidere sul grado di libertà nazionale nella condotta della politica monetaria e nella determinazione del livello dei tassi d'interesse, cosicché dovrebbe poggiare su

un duplice presupposto: *a*) che le propensioni nazionali all'inflazione siano neutralizzate, da un lato, dalla mobilità dei fattori produttivi, dall'altro, da politiche fiscali orientate a soddisfare determinate scelte sociali comunitarie dei beni e servizi da produrre e consumare, nonché le scelte di lavoro e di residenza delle unità operative; *b*) che l'entità e la natura degli squilibri di bilancia dei pagamenti assumano rilevanza sotto il profilo non più nazionale ma soltanto comunitario.

Il processo evolutivo di integrazione dei paesi CEE potrà allora sfociare nella creazione di un sistema di cambi immutabili all'interno della Comunità ed eventualmente in un sistema di cambi fluttuanti verso il dollaro e in generale verso l'esterno.

L'estensione delle funzioni del Fondo europeo alla gestione delle riserve ufficiali dei paesi CEE, l'armonizzazione della loro composizione e l'annullamento dei margini di oscillazione dei cambi rispetto alla parità o al corso centrale rappresentano le tappe che, accompagnate da un processo di unificazione istituzionale in tutti i campi della vita economica e politica, dovranno condurre alla realizzazione dell'obiettivo finale della integrazione monetaria. Si è così pervenuti alla soglia di quell'obiettivo ideale e di lungo periodo che esula dalla problematica che forma oggetto della presente nota.

Non si può tuttavia trascurare di sottolineare l'esigenza che il Fondo europeo ponga fin d'ora allo studio i problemi concernenti il futuro assetto e le funzioni della banca centrale europea, nella quale dovrà infine sfociare (11). Occorre delineare il substrato necessario al corretto operare della futura istituzione, dando particolare risalto ai problemi concernenti l'articolazione della politica monetaria europea e l'armonizzazione dei sistemi fiscali e finanziari nazionali. Anche se la ridotta struttura del Fondo europeo renderà necessario, all'inizio, l'apporto sistematico di collaborazioni esterne nazionali, dovrebbe essere caratteristica distintiva del programma di studi del Fondo l'analisi dei problemi in una visione europea, non nazionale. Gli studi sulla banca centrale dovrebbero essere concentrati sui problemi attualmente più scoperti ed essere indirizzati alla formulazione di proposte operative. La teoria e la dottrina dovranno pertanto essere innestate in una problematica organizzativa e istituzionale europea.

Nel quadro dell'articolazione della politica monetaria della banca centrale europea si dovrebbe studiare la ripartizione dei compiti e

(11) Le considerazioni che seguono sono frutto di un confronto di opinioni con il dr. Tommaso Padoa Schioppa.

delle funzioni degli organi centrali e degli organi periferici (presumibilmente le ex banche centrali nazionali), assumendo come prima ipotesi di lavoro la possibilità di assegnare al centro i problemi esterni e agli organi periferici quelli delle aree interne.

Quanto ai problemi dell'armonizzazione dei sistemi fiscali e finanziari occorre procedere secondo schemi intesi ad individuare soluzioni di ottimo relativo. Un approccio potrebbe, in primo luogo, essere rappresentato dalla ricerca della minima armonizzazione e quindi del « minimo federale » necessario, perché possa operare una banca centrale europea; in secondo luogo, si potrebbe procedere allo studio della revisione ottimale da introdurre nella struttura fiscale e finanziaria attuale; infine, si potrebbe studiare la struttura da conferire all'azienda di credito europea.

Per la soluzione dei temi ora indicati potrebbe essere particolarmente utile meditare sulla più importante esperienza di federazione politica, quella americana, nonché ispirarsi a strutture interne di stati nazionali, come, ad esempio, il credito agevolato in Italia, per i problemi connessi al mantenimento di tassi d'interesse diversi secondo le esigenze di sviluppo regionale, oppure il sistema finanziario tedesco, organizzato su base in parte nazionale e in parte regionale.

Accanto ai problemi ora delineati, altri di natura più contingente e organizzativa dovranno essere posti allo studio, riguardanti in particolare: la raccolta di dati statistici, i criteri da seguire per la scelta della sede della banca centrale e i rapporti con altre istituzioni monetarie internazionali.

FRANCESCO MASERA

BIBLIOGRAFIA

- GUIDO CARLI, *Problemi dell'adesione della Gran Bretagna al Mercato Comune relativamente alle questioni monetarie*. Rapporto presentato alla 15ª sessione (15 e 16 luglio 1969) del Comitato d'azione per gli Stati Uniti d'Europa.
- W.M. CORDEN, « Monetary Integration », in *Essays in International Finance*, n. 93, aprile 1972.
- J.M. FLEMING, « On Exchange Rate Unification », in *Economic Journal*, settembre 1971.
- H.G. JOHNSON, « Problems of European Monetary Union », in *Euromoney*, aprile 1971.
- F.A. LUTZ, *Foreign Exchange Rate Policy and European Economic Integration*. American Enterprise Institute for Public Research, Washington D.C., settembre 1971.
- G. MAGNIFICO, « European Monetary Unification for Balanced Growth: A New Approach », in *Essays in International Finance*, n. 88, agosto 1971. Ripubblicato in *Bancaria*, gennaio 1972.
- F. MASERA, *Monetary and Exchange Rate Policy of the EEC Countries*, SUERF Series 6A. — « Problemi monetari e di cambio nel quadro dell'integrazione europea », in *Moneta e Credito*, settembre 1970.
- R.A. MUNDELL, *Monetary Theory*. Goodyear Publishing Company Inc. Pacific Palisades, California, 1971.
- R. OSSOLA, « La Communauté Economique Européenne à un tournant ». *Studies in honour of Thorhild Kristensen*, OECD, 1970.
- R. TRIEFFIN, *Rapport sur la création d'un Fonds Européen de Reserves*, Comitato d'azione per gli Stati Uniti d'Europa, sedicesima sessione (15 e 16 dicembre 1969), Bonn.
- « Que faire face à la dérive vers les années 1930? », in *Bulletin de la Banque Nationale de Belgique*, novembre 1971.