

## Obiettivi e strategie per l'integrazione monetaria europea (\*)

L'appello a un rinnovato processo di integrazione economica europea, attraverso una graduale e « programmata » riduzione delle autonomie nazionali (comunicato del vertice de L'Aja, Piano Werner), fu l'orientamento adottato dai governi della CEE come risposta ai riallineamenti di parità del franco francese e del marco tedesco (1969) e come proposta operativa allo scadere anticipato della fase transitoria del Mercato Comune (1968). Ma proprio a partire da quel momento il sistema monetario internazionale è stato sottoposto a una serie di mutamenti violenti e di trasformazioni radicali, tali che una nuova fase di « disintegrazione » sembra aver travolto l'immagine di un emergente blocco politico-economico europeo in alternativa all'area del dollaro: si pensi all'abbandono della convertibilità e alle due successive svalutazioni « ufficiali » del dollaro, all'inversione di tendenza e alle ampie oscillazioni nelle ragioni di scambio fra prodotti primari e manufatti, alla reviviscenza (sia pure meno grave di quanto si temeva) di provvedimenti protezionistici e di controlli valutari, al rapido accumularsi di una pesante posizione debitoria verso l'estero da parte della maggioranza dei paesi consumatori di petrolio con le conseguenti difficoltà di perseguire un processo di « riciclaggio » finanziario efficientemente distribuito nel tempo e fra le diverse aree, al sopraggiungere nel 1974-75 della recessione più profonda e più lunga degli ultimi trenta anni.

Eppure un rinnovato impegno a individuare nuove realistiche strategie di integrazione europea sembra l'unica ragionevole alternativa ad una situazione di crescenti difficoltà economiche, di sempre più frequenti e precarie alternative congiunturali, di pericolose tensioni politiche e sociali.

A questo scopo sono rivolte le osservazioni che seguono su

(\*) Relazione presentata al « Colloquium on European Monetary Integration » svoltosi presso il Centrum Voor Economische Studien dell'Università di Lovanio, 8-9 settembre 1975.

taluni aspetti dell'integrazione monetaria e finanziaria, osservazioni che — lasciando da parte altri aspetti (forse più importanti sotto un profilo politico-economico) concernenti l'integrazione dei sistemi fiscali, delle politiche industriali, regionali, commerciali e sociali (1) — sono enunciate in modo volutamente conciso, per mantenere al tempo stesso completezza e rapidità all'esposizione.

### I. La politica dei tassi di cambio

Coloro che hanno sostenuto l'opportunità di una maggiore rigidità nella struttura delle parità fra i paesi membri della CEE come uno dei primi passi verso l'integrazione economica e monetaria sono stati delusi negli anni recenti.

Sul tema dell'unificazione dei tassi di cambio c'è stata una notevole confusione, poiché argomenti a sostegno dell'area monetaria europea validi *ex post* — cioè dando per scontata l'esistenza di tutte le condizioni preliminari, consistenti nell'armonizzazione degli obiettivi e degli strumenti di politica economica fra tutti i paesi dell'area — sono stati indebitamente applicati alla « fase di transizione », e pertanto al medio e breve periodo (2). Sembra ormai opportuno che i governi riconsiderino in modo spregiudicato tale questione, riconoscendo apertamente che una vera e propria area valutaria europea — definita come un regime in cui le parità dei paesi membri sono irrevocabilmente determinate senza la presenza di meccanismi di graduale revisione delle parità stesse o di temporanei periodi di fluttuazione dei cambi — rappresenta una tappa non desiderabile né praticabile di una strategia della transizione verso l'unione economica europea.

(1) Diversi e importanti aspetti non monetari dell'integrazione europea sono affrontati, pur con diversi gradi di sistematicità, nei principali rapporti pubblicati sul tema negli anni precedenti. Si veda EUROPEAN COMMUNITIES COMMISSION, *European Economic Integration and Monetary Unification*, a cura dello Study Group on Economic and Monetary Union, Bruxelles, ottobre 1973 (pubblicato anche in francese e tedesco); CAIRNCROSS A. - GIBRSCH H. - PETRILLI G. - LAMPALUSSY A. - URI P., *Economic Policy for the European Community - The Way Forward*, Macmillan, Londra, 1975; EUROPEAN COMMUNITIES COMMISSION, Report of the Study Group « Economic and Monetary Union 1980 », Bruxelles, marzo 1975 (citato di seguito come Rapporto Marjolin).

(2) L'importanza di una distinzione fra l'unificazione monetaria come « stato » e come « processo » ha tardato a farsi strada nella letteratura sulle aree monetarie ottimali, come è riconosciuto dai contributi più recenti: si veda, per tutti, ISHIYAMA Y., « The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey », in *IMP Staff Papers*, luglio 1975 (questo aspetto è specificamente ricordato a pag. 362).

I. - *Necessità di tassi di cambio aggiustabili all'interno della CEE.*  
La strategia basata sulla priorità temporale dell'unificazione dei tassi di cambio europei non è desiderabile, in quanto tendenze divergenti, o comunque non uniformi, nella domanda aggregata e nel costo dei fattori dei singoli paesi membri della Comunità richiedono appropriate modifiche dei tassi di cambio allo scopo di correggere differenze altrimenti insostenibili nel grado di competitività dei singoli paesi e quindi di promuovere un processo di crescita territorialmente equilibrato nell'area europea. Senza formulare ipotesi o trarre conclusioni definitive circa la teorica sostituibilità fra variazioni dei tassi di cambio e politiche di redistribuzione del reddito fra i paesi membri mediante l'uso di strumenti fiscali e creditizi, il punto fondamentale resta che nel prevedibile futuro taluni aggiustamenti dei tassi di cambio intra-comunitari non possono e non devono essere evitati.

Naturalmente, tali aggiustamenti non sono una condizione *sufficiente* per correggere squilibri « strutturali » (3). Essi però costituiscono una misura necessaria e complementare, senza la quale non può essere impedito un cronico processo di trasferimento di risparmio e di incentivi all'investimento, dai paesi membri colpiti dal dilemma deficit-disoccupazione ad altri paesi membri caratterizzati dall'opposta combinazione di surplus-eccesso di domanda di lavoro.

Dal punto di vista interno dei singoli paesi, è noto come la correzione dei tassi di cambio sia uno strumento diretto a ottenere un « rimbalzo a monte » della pressione inflazionistica di origine interna. Infatti il paese che svaluta la propria moneta dà via libera al potenziale inflazionistico (generato da eccessi di domanda o spinte dei costi) che in regime di cambio fisso veniva compresso (ma non corretto) dalla concorrenza internazionale. A sua volta, il paese che rivaluta la propria moneta tende a isolarsi da un processo di inflazione importata. Ciò implica, nel paese che svaluta, una redistribuzione dai salari ai profitti, in particolare ai profitti delle imprese che producono beni esportabili o beni sostitutivi di importazioni (4), e nel

(3) V. *postea*, par. 3.

(4) Ma non appena salgono i prezzi in valuta nazionale dei beni esportabili e sostitutivi delle importazioni, il processo inflazionistico si diffonde sull'intera gamma dei prezzi del paese che svaluta, provocando una redistribuzione dei profitti anche a vantaggio delle imprese che operano nel settore dei beni non commerciabili internazionalmente. Circa il ruolo dell'illusione monetaria, connesso all'argomento della redistribuzione dei redditi, si rimanda al par. 2. Ometto di considerare l'effetto della svalutazione sull'incremento di occupazione, effetto che può essere visto come una redistribuzione di reddito reale dai lavoratori già occupati ai lavoratori disoccupati. Gli aspetti concernenti il mercato del lavoro

paese che rivaluta un processo di redistribuzione dei profitti dai settori che producono beni di esportazione e sostitutivi di importazioni ai settori che producono beni non commerciabili.

Dal punto di vista internazionale, per le medesime ragioni, correzioni dei tassi di cambio provocano spostamenti nelle funzioni di efficienza marginale degli investimenti, scoraggiando l'accumulazione e l'afflusso simultaneo di capitali e manodopera nei paesi in surplus e sostenendo quindi la crescita e l'occupazione degli altri paesi. Su questo punto, che si collega al tema degli effetti di riequilibrio territoriale conseguenti al mutare della struttura tariffaria entro un'unione doganale (5), qualche interessante riprova può venire dall'osservazione della dinamica degli investimenti diretti fra Germania e Stati Uniti, prima e dopo la rivalutazione del marco tedesco rispetto al dollaro.

Come ogni politica che mira a fissare un « prezzo », la scelta di tassi di cambio irrevocabili comporta l'aggiustamento di « quantità », attraverso processi che possono rivelarsi — sotto un profilo sia economico che politico — assai più difficili e costosi. Ad esempio, tale scelta può condurre in modo forzato ad accettare che la manodopera emigri là dove esistono e si riproducono migliori opportunità di investimento, e non viceversa, con tutte le note conseguenze in termini di diseconomie esterne e inefficiente allocazione delle risorse rispetto al miglior benessere della collettività.

Sembra di poter cogliere qualche analogia, in termini di inefficiente allocazione delle risorse, fra il regime di rigidità amministrata del tasso di cambio e la politica di sostegno del tasso d'interesse sui titoli nazionali perseguita, in periodi di tassi d'interesse internazionali crescenti, dalle autorità monetarie a scopo di « stabilità » monetaria. Senza entrare nel merito di questo tema assai delicato, che coinvolge

sono discussi più esplicitamente in: ONIDA F., *The Theory and Policy of Optimum Currency Areas and Their Implications for the European Monetary Union*, S.U.E.R.F., Series 9 A, Tilburg, 1972; una versione italiana ridotta di questo saggio è pubblicata in GIUSSO L. (a cura di), *Teoria delle unioni monetarie e integrazione europea*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1974.

Circa l'effetto redistributivo fra settori orientati verso beni commerciabili piuttosto che non commerciabili, le verifiche empiriche sono assai scarse. Alcuni risultati sono riportati in DUNN R. M., jr., « Flexible Exchange Rates and Traded Goods Prices: the Role of Oligopoly Pricing in the Canadian Experience », in JOHNSON H. G. - SWOBODA A. K. (a cura di), *The Economics of Common Currencies* (Atti della Conferenza di Madrid del 1970 sulle aree monetarie ottimali), Allen & Unwin, Londra, 1973.

(5) Si veda GIERSEH H., « Economic Union Between Nations and the Location of Industries », in *Review of Economic Studies*, 1949-50.

ipotesi e definizioni circa la correttezza degli indicatori e degli obiettivi della politica monetaria, si vuole qui unicamente sottolineare come l'obiettivo di ridurre l'incertezza degli operatori e limitare le fluttuazioni di breve periodo di un « prezzo » di importanza strategica (come il tasso di cambio e il tasso d'interesse a lungo termine) rischia di portare i governi a perseguire politiche autodistruttive e pertanto insostenibili nel medio periodo. L'intervento massiccio della Banca centrale a sostegno di un particolare livello del tasso di cambio, che non è più in linea con la « parità del potere d'acquisto » e con le aspettative di medio termine del mercato, conduce, come è noto, a un'accumulazione indesiderata o a un esaurimento rapido delle riserve ufficiali, all'adozione di politiche *stop and go* efficaci nel breve periodo ma squilibranti nel medio periodo, e in ultima analisi a una cattiva allocazione delle risorse. Analogamente, la politica di stabilizzazione del tasso d'interesse a lungo termine porta facilmente — in un contesto di economia aperta e sottoposta a pressioni inflazionistiche — alla creazione di un ammontare eccessivo di base monetaria, distrutta a sua volta dal deficit di bilancia dei pagamenti, allo spostamento delle preferenze del pubblico dai titoli ai depositi bancari (il cui tasso a breve termine riflette con minori ritardi le aspettative inflazionistiche e le condizioni di liquidità sui mercati monetari internazionali), a difficoltà di collocamento di nuove obbligazioni e ai conseguenti effetti dirompenti sulla creazione di credito interno (6).

Un ultimo motivo per ritenere indesiderabile una prematura rigidità dei tassi di cambio entro la CEE sta nel pericolo che i governi dei paesi membri con disavanzo di bilancia commerciale ricorrano a provvedimenti protezionistici (barriere tariffarie e non tariffarie,

(6) La politica monetaria italiana recente costituisce un caso interessante a questo proposito. A partire dal 1966, in due successivi periodi, le autorità monetarie hanno posto in essere una politica di stabilizzazione del tasso d'interesse dei titoli obbligazionari, e per due volte consecutive hanno dovuto abbandonarla in coincidenza con periodi di stretta monetaria, nel 1969 e nel 1974. Ne sono derivati, secondo molti studiosi e operatori, fenomeni di restrizione creditizia, di riallocazione di ricchezza e di deflusso netto di capitali verso l'estero molto al di là degli iniziali obiettivi di governo della liquidità — ciò che avrebbe potuto essere evitato se i tassi d'interesse a lungo termine fossero stati lasciati liberi di adattarsi più prontamente alle condizioni di mercato. Non si nega che la *pegging policy* abbia svolto inizialmente un ruolo importante nell'orientare la domanda privata di attività finanziarie dalla moneta ai titoli facilitando l'intermediazione fra il risparmio delle famiglie e la domanda di fondi delle imprese; ma l'esperienza del 1973-74 ha messo in risalto il rischio di un tardivo adeguamento delle autorità monetarie alle rapide modificazioni del mercato.

sussidi nascosti all'esportazione, programmi di restrizione « volontaria » e via dicendo) che possono rivelarsi potenzialmente assai più dannosi, ai fini dell'integrazione economica fra i paesi membri, di correzioni dei tassi di cambio (7).

La strategia basata sulla precedenza temporale di un'area valutaria appare inoltre *non praticabile*, essenzialmente per due ragioni.

In primo luogo, le riserve ufficiali detenute dalle autorità monetarie dei paesi CEE, anche se sono conferite in un *pool* comune e la componente aurea viene valutata a prezzi di mercato, sono d'importo inadeguato a fronteggiare massicce ondate speculative (8), il cui potenziale verificarsi è oggi alimentato dai frequenti riaggiustamenti di portafoglio da parte dei governi dei paesi produttori di petrolio, alla ricerca continua della composizione valutaria più conveniente delle proprie riserve.

In secondo luogo, all'interno della CEE è assai difficile che i paesi in surplus accettino di far confluire in un fondo comune il totale delle proprie riserve, prima che esistano le premesse di una vera e propria federazione politica europea. A questo proposito, non va dimenticato che la formazione di un'area monetaria ha precise implicazioni per quanto riguarda sia la « domanda » (il bisogno) di riserve, sia la loro « adeguatezza ». Il fabbisogno totale di riserve dei paesi membri può aumentare, anziché diminuire, nella misura in cui la rigidità dei tassi di cambio provochi un aumento del deficit da finanziare di uno o più paesi membri (9). Circa l'adeguatezza delle riserve, il mantenimento di parità fisse all'interno dell'area presuppone che i paesi membri con surplus complessivo della bilancia dei pagamenti (surplus misurato come somma del saldo verso gli

(7) Si veda quanto osserva a proposito dell'area valutaria Irlanda-Regno Unito, WHITAKER, « Monetary Integration: the Irish Experience », in *Moorgate and Wall Street*, autunno 1973.

(8) Si ricordi quanto avvenne nei primi nove giorni del febbraio 1973, quando la Bundesbank fu forzata ad acquistare 6 miliardi di dollari per impedire una rivalutazione del marco tedesco, ritenuta inevitabile dagli operatori. Ancora, nella sola giornata del 10 marzo 1973, in seguito alla seconda svalutazione ufficiale del dollaro (10 per cento), prima della chiusura temporanea dei mercati dei cambi e della successiva uscita del serpente CEE dal « tunnel », le Banche centrali della CEE acquistarono 3,6 miliardi di dollari. Si veda al riguardo la lucida cronistoria di BLOOMFIELD A. I., « The Historical Setting », in KRAUSE L. B. - SALANT W. S. (a cura di), *European Monetary Unification and Its Meaning for the U.S.*, The Brookings Institution, Washington, 1973.

(9) Come ribadisce P. Kenen in un intervento in KRAUSE-SALANT, *cit.*, pag. 243. Questa osservazione fa da contrappeso al noto argomento, secondo il quale uno dei vantaggi conseguibili dalla formazione di un'area monetaria è rappresentato dalle economie di scala nell'uso delle riserve ufficiali dei paesi membri dell'area.

altri paesi membri dell'area e verso i paesi terzi) mettano a disposizione della Comunità le entrate valutarie risultanti dal surplus globale, e non solo quelle aventi come contropartita il deficit degli altri paesi membri (10).

Dopo aver richiamato alcuni «svantaggi» di un'unificazione dei tassi di cambio come primo passo verso l'integrazione economica, considero ora brevemente i principali argomenti addotti circa i «vantaggi» di tale soluzione. A mio giudizio, tali argomenti sono di scarsa rilevanza, oppure non applicabili alla fase di transizione verso l'unione economica, o infine di dubbia validità teorica ed empirica.

2. - *Controversie sui benefici dell'unificazione monetaria.* Alla prima categoria appartengono molti degli argomenti che, anche con notevole eleganza, sono stati tratti dai moderni sviluppi della teoria monetaria: il ridotto costo dell'informazione, il recupero da parte dei governi europei del «diritto di signoraggio» attualmente goduto dalle banche e dagli altri intermediari finanziari operanti sul mercato delle cosiddette xenovalute, il ridotto fabbisogno di riserve (ma si veda l'obiezione sollevata nel precedente paragrafo) e così via (11). Si tratta di argomenti indubbiamente validi, ma difficilmente quantificabili e comunque di peso limitato se rapportati al complesso dei costi e dei benefici connessi con l'unificazione monetaria.

Alla seconda categoria appartengono due argomenti più tradizionali. a) La rigidità dei tassi di cambio ridurrebbe il grado di incertezza degli operatori all'interno dell'area che già presenta un elevato grado di interdipendenza negli scambi commerciali. Questo argomento cade se si assume, come sembra corretto fare con riferimento alla fase di transizione verso l'unione economica, che sussistono aspettative di revisione della struttura dei tassi di cambio entro l'area. In tal caso l'incertezza è solo ridotta in certi periodi, per essere pericolosamente concentrata in altri. Il fallimento del sistema di Bretton Woods, basato su cambi controllati e saltuariamente aggiustabili, offre interessanti spunti di riflessione al riguardo. b) I tassi di cambio fissi promuovrebbero una più regolare circolazione dei capitali entro l'area europea. Ma ancora, nella misura in

(10) Si veda SALANT W. S., «Implications for International Reserves», in KRAUSE-SALANT, *cit.*, pag. 217.

(11) Queste argomentazioni sono state sostenute in particolare da LAFFER A. B., «Two Arguments for Fixed Rates», e MUNDELL R. A., «Uncommon Arguments for Common Currencies», rispettivamente capp. 1 e 7 di JOHNSON-SWOBODA, *cit.*

cui i paesi membri registrano squilibri di bilancia dei pagamenti che non vengono automaticamente finanziati (come avviene, invece, in un sistema di pagamenti inter-regionale), i governi dei singoli paesi membri possono essere facilmente forzati a introdurre misure di restrizione valutaria anche nei confronti di altri paesi membri, allo scopo di difendere la parità della propria moneta. In tal modo l'obiettivo di una più stretta integrazione finanziaria verrebbe contrastato anziché perseguito (12).

Infine, di dubbia validità teorica ed empirica sono alcuni argomenti ormai classici nella letteratura, riguardanti la cosiddetta disciplina monetaria e l'illusione monetaria.

Si consideri innanzi tutto l'argomento della disciplina valutaria: il vincolo del tasso di cambio rigidamente fissato verso gli altri paesi membri forzerebbe — così si sostiene — i governi a coordinare i propri obiettivi e le proprie politiche monetarie; si eviterebbe in tal modo il sorgere di processi inflazionistici divergenti e si favorirebbero passi ancor più decisivi verso l'unione economica (13).

Ora, senza entrare nel merito della controversia se diverse politiche monetarie siano la «causa» di diversi tassi d'inflazione nei vari paesi, è difficile ritenere questo argomento empiricamente fondato, quando si guardi all'esperienza delle politiche monetarie dei paesi europei nel dopoguerra. Ci sono stati infatti diversi casi di politiche monetarie fortemente espansionistiche condotte in presenza di un vincolo di parità fissa, politiche che hanno generato disavanzi di bilancia dei pagamenti (ad esempio, in Francia nel 1960-62 e nel 1967-68, in Italia nel 1961-62 e nel 1971-73); e ci sono stati casi opposti di violente strette creditizie intraprese in periodi di fluttuazione del cambio (ad esempio, ancora la Francia e l'Italia nel 1974-75).

I governi e le autorità monetarie, nei paesi a economia non pianificata dall'alto, agiscono inevitabilmente sotto la pressione dell'opinione prevalente espressa dalle rappresentanze politiche e sociali. In certe situazioni tale opinione pone lo sviluppo economico e la

(12) Su questo punto si torna nella sezione II dedicata all'integrazione finanziaria.

(13) Mundell è tra i sostenitori più tenaci di tale argomentazione. Come esempio valga la seguente citazione, tratta da MUNDELL R. A., «A Plan for a European Currency», in JOHNSON-SWOBODA, *cit.*, pag. 149: «Il tasso di cambio è un prezzo, ma non come il prezzo del cavolo. E' uno speciale prezzo che stabilisce l'obiettivo della politica monetaria, costituisce la base delle aspettative circa la politica futura, così che la moneta nazionale è vincolata al livello internazionale dei prezzi come un'unità di conto. La parità fissa è l'espressione di un impegno a lungo termine assunto dalle autorità per una certa politica monetaria» (il corsivo è nostro).

piena occupazione come obiettivi prioritari sottovalutando il pericolo di spirali inflazionistiche; nel qual caso il governo rifiuta l'impegno a seguire « regole automatiche » che entrino in conflitto con quegli obiettivi. In altre situazioni l'opinione di maggioranza è portata ad avvertire come prioritario il rischio dell'inflazione, come è avvenuto nella generalità dei paesi importatori di petrolio in seguito alla crisi del dicembre 1973, e in tal caso per il governo il segnale (l'indicatore) fornito dalla spirale inflazione-svalutazione in regime di cambi flessibili è altrettanto efficace quanto l'esaurimento rapido delle riserve in regime di cambi fissi. Questo secondo tipo di situazioni si verifica con tanto maggiore probabilità quanto più il paese in deficit — trovandosi in regime di « fluttuazione controllata » (*managed floating*) e desiderando evitare troppo rapide e consistenti cadute nel tasso di cambio — è obbligato a contrarre « prestiti compensativi » sui mercati esteri: l'onere del debito diviene allora rapidamente una questione scottante facilmente percepita.

In conclusione, l'idea di una disciplina monetaria « imposta » ai governi europei da una dichiarazione di parità fisse, mentre le funzioni di preferenza dei vari governi rimangono diverse, sembra azzardata (14).

Quanto all'argomento della cosiddetta « illusione monetaria », addotto da vari autori a sostegno dell'ottimalità di un'area valutaria fra paesi fortemente interdipendenti dal punto di vista commerciale (15), mi sembra che si debba tener conto delle seguenti osservazioni.

Primo, anche se si assume la completa scomparsa dell'illusione monetaria da parte dei percettori di salari (per cui l'erosione del potere di acquisto causata dalla spirale inflazione-svalutazione viene neutralizzata da aumenti dei salari monetari, che a loro volta rafforzano quella spirale), non va trascurato l'effetto ricchezza. La svaluta-

(14) La stessa obiezione vale nei confronti della ricetta, assai nota nella letteratura monetaria e in questo periodo ripresa dal « manifesto di nove economisti » in favore della moneta europea parallela (« manifesto » pubblicato su *The Economist*, 1 novembre 1975, pagg. 33-38), di garantire alle autorità monetarie un'assoluta autonomia dai rispettivi governi. Il richiamo a politiche monetarie meno sussultorie che in passato e meno vincolate al finanziamento del disavanzo pubblico è indubbiamente valido, ma assai più astratta e discutibile appare la concezione della Banca centrale come « corpo separato » nella comunità politica.

(15) Si veda il contributo originale in materia di MCKINNON R. I., « Optimum Currency Areas », in *American Economic Review*, settembre 1963; versione italiana in ONIDA F. (a cura di), *Problemi di teoria monetaria internazionale*, Etas Kompass, Milano, 1971.

zione riduce cioè il valore reale della ricchezza finanziaria accumulata in passato, e per tale via genera effetti di riduzione della spesa (si ricordi l'approccio di Alexander basato sull'assorbimento o domanda interna, nella controversia sull'efficacia della svalutazione).

Secondo, un analogo effetto di riduzione del potere d'acquisto indotto dalla svalutazione si verifica per tutti quei redditi non da lavoro dipendente che sono scarsamente protetti (indicizzati) dall'inflazione: tali sono molti redditi da lavoro indipendente di bassa qualifica, pensioni, redditi fissi da capitale dei piccoli risparmiatori (16), e via dicendo.

Terzo, quando si introduce una dimensione temporale — come è corretto fare nello stimare l'effetto di frequenti aggiustamenti di parità fra i paesi membri — l'esistenza di ritardi temporali fra aumenti dei prezzi e aumenti dei redditi può spiegare la presenza di fatto di un effetto di illusione monetaria, sia pure « involontaria ».

Quarto, non va trascurata l'importanza dei livelli « relativi » di salario nella funzione di preferenza dei percettori di salario. E' noto come non vi sia un unico livello nazionale di salario, ma bensì una (più o meno complessa) struttura di paghe contrattuali e di fatto, con differenziali per settore, localizzazione, qualifiche, sesso, età, dimensione d'impresa, e così via. Ogni categoria di salario monetario è caratterizzata da un diverso grado di flessibilità, anche in rispondenza a date condizioni di disoccupazione. Ne segue che la riduzione di un livello troppo elevato dei salari reali, provocata da un generale processo di svalutazione-inflazione che interessa l'intero sistema economico, è meno intollerabile da parte dei sindacati che non un tortuoso processo di rallentamento dei salari monetari, distribuito in modo ineguale attraverso il sistema economico (anche in conseguenza delle diverse velocità con cui la disoccupazione si diffonde nei vari settori) (17).

Quinto, analogamente a ciò che si è detto circa la disciplina monetaria, il grado di illusione monetaria differisce con ogni probabilità nei diversi mercati del lavoro dei vari paesi membri, in relazione a diverse funzioni di preferenza dei sindacati, cioè al diverso peso assegnato all'obiettivo dell'aumento del salario reale della forza-lavoro già occupata rispetto all'allargamento dell'occupazione per un dato livello di salario reale: si pensi alla strategia dei sindacati tedeschi rispetto a quelli italiani.

(16) Questo punto è ricordato da BALASSA B., in KRAUSE-SALANT, *cit.*, pag. 176.

(17) Si veda COOPER R. N., in KRAUSE-SALANT, *cit.*, pagg. 200-1.

Infine, l'argomento basato sulla mobilità dei fattori come sostitutivo degli aggiustamenti di parità fra paesi fortemente integrati (18) è piuttosto ingannevole, come spesso lo sono argomentazioni di stampo neo-classico applicate a problemi di sviluppo economico. Infatti, da un lato, la mobilità del capitale di per sé non garantisce un'ottima allocazione delle risorse in termini spaziali e temporali (19). D'altro lato, la mobilità della manodopera può rivelarsi sia socialmente indesiderabile (20), sia di dimensioni inadeguate ad assicurare un processo di aggiustamento di medio periodo nelle condizioni di competitività entro l'area integrata.

3. - *Una flessibilità illimitata non è la soluzione preferibile.* Dopo aver sostenuto che una politica di cambi rigidi è una strategia insostenibile e teoricamente insoddisfacente per la fase di transizione verso l'unione economica, bisogna riconoscere che l'esperienza degli ultimi anni di frequenti mutamenti di parità e poi di cambi fluttuanti ha seriamente posto in discussione molti degli argomenti tradizionalmente addotti dai fautori di cambi liberamente flessibili. In sintesi, ritengo che tale esperienza abbia messo in luce come la flessibilità dei cambi, mentre rimane un necessario « lubrificante » dei diversi processi di aggiustamento, non basti da sola a correggere squilibri fondamentali.

In primo luogo, si è potuto constatare che i cambi flessibili, se riescono, almeno in parte, a difendere un paese in surplus contro l'inflazione importata (si pensi alla Germania e alla Svizzera), non riescono a isolare un'economia aperta — sia essa in surplus o in deficit — dalla recessione importata (si pensi alla fase ciclica 1974-75 nell'area dei paesi OCSE). Naturalmente nemmeno un regime di cambi fissi offre un rimedio in tali situazioni.

Inoltre, quando il disavanzo da correggere nasce da mutamenti strutturali (si pensi a migrazioni di industrie legate al « ciclo del prodotto ») (21) più che da squilibri ciclici, un illimitato ricorso a

(18) Si veda MUNDELL R. A., « A Theory of Optimum Currency Areas », in *American Economic Review*, novembre 1951.

(19) L'argomento si collega al cosiddetto problema del trasferimento completo o incompleto nella teoria della bilancia dei pagamenti. La necessità di cambi flessibili per promuovere una maggiore mobilità dei fattori è stata sottolineata da MBEAD J. E., « The Balance of Payments Problems of a European Free-Trade Area », in *Economic Journal*, settembre 1957.

(20) Il punto è ribadito da CAIRNCROSS e ALTRI, *cit.*, cap. 6.

(21) Sul « ciclo del prodotto » si veda: G. CONTI, « Progresso tecnico e competitività internazionale nella esperienza italiana », in questa Rivista, dicembre 1973.

svalutazioni frequenti o alla libera fluttuazione può andare oltre il segno nel sostenere le industrie « sbagliate » (mature). In altre parole, la flessibilità dei cambi può rivelarsi un efficace strumento di aggiustamento nel breve e medio periodo, ma contemporaneamente le trasformazioni legate alla dinamica dei costi comparati richiedono l'adozione di politiche complementari, volte ad orientare l'offerta più che la domanda e concepite entro un arco temporale di lungo periodo.

Analogamente, se si considerano gli effetti delle variazioni dei tassi di cambio sul conto capitali della bilancia dei pagamenti, sarebbe illusorio attendersi che la svalutazione per sé basti ad attrarre capitali a lungo termine. Gli investimenti internazionali a lunga scadenza (siano essi investimenti diretti, di portafoglio o prestiti) sono soprattutto sensibili ai divari nei tassi di profitto atteso, mentre svalutazioni e rivalutazioni riescono solo ad incidere sul tasso e sul livello di profitto nel breve periodo.

Ancora, quando gli squilibri nei conti con l'estero derivano da spostamenti delle ragioni di scambio determinati in modo esogeno, magari in settori caratterizzati da una bassa elasticità della domanda rispetto al prezzo (come nel caso del petrolio), si è dovuto rapidamente ammettere che un'illimitata flessibilità dei cambi rischierebbe di essere una politica auto-distruttiva, a causa delle dirompenti spirali inflazionistiche e degli effetti « perversi » che verrebbero a prodursi.

Infine, si è riconosciuto che i cambi flessibili non consentono ai governi di economie aperte l'adozione di politiche monetarie veramente indipendenti. Quando combinazioni alternative di fasi cicliche e politiche monetarie adottate all'estero producono mutamenti rilevanti nei flussi commerciali e nei movimenti di capitali, nessun governo nazionale è disposto a subire passivamente l'apprezzamento o il deprezzamento del cambio che automaticamente conseguirebbe; e pertanto la politica monetaria nazionale deve in qualche modo tornare a tener conto delle politiche simultaneamente perseguite dalle autorità monetarie degli altri paesi (22).

(22) Non sorprende che l'assenza di indipendenza della politica monetaria sia stata verificata per un caso particolare di paese a cambi flessibili, il Canada nei confronti degli USA: cfr. DUNN R. M., jr., « Exchange-Rate Rigidity, Investment Distortions, and the Failure of Bretton Woods », in *Essays in International Finance*, n. 97, Princeton University Press, febbraio 1973, pag. 17. Ma anche il comportamento delle autorità monetarie giapponesi è interessante al riguardo: cfr. YOSHINO T., *Policy of the Central Bank Under the Floating Exchange-Rate System, Japan's Experience*, relazione presentata al Convegno della S.U.E.R.F. « Floating Exchange Rates: What is to be Learnt from the Recent Experience? », tenutosi a Venezia, 10-13 ottobre 1974.

4. - *Flessibilità controllata e approccio gradualista.* Quanto precede porta a considerare i pregi dell'attuale regime di « fluttuazione controllata » (*managed floating*). Tale regime può funzionare senza eccessive scosse sulla base di una certa cooperazione finanziaria, che però non esige il raggiungimento di un accordo su una vera e propria messa in comune delle riserve dei paesi membri. L'utilizzo di prestiti compensativi e di prestiti fra Banche centrali può efficacemente aiutare le autorità monetarie operanti nell'area europea a evitare oscillazioni violente dei cambi, indotte da squilibri di breve periodo di parte corrente (ad esempio, scioperi che bloccano le esportazioni e fanno aumentare le importazioni, cattivi raccolti agricoli) o del conto capitali (ad esempio, spostamenti massicci di fondi connessi a riaggiustamenti di portafoglio da parte dei paesi produttori di petrolio). Un regime di « fluttuazione controllata » può anche consentire di governare fasi di violenta instabilità dei mercati dei cambi che precedono e seguono aggiustamenti di parità di monete importanti, e che concorrono a generare il noto « profilo a J » del saldo della bilancia dei pagamenti del paese che svaluta (23).

Su questo punto, ma non su altri argomenti addotti in favore dell'approccio « alla Werner », concordo con INGRAM J. C., « The Case for European Monetary Integration », in *Essays in International Finance*, n. 98, Princeton University Press, aprile 1973, pag. 8.

(23) Tra le varie spiegazioni di questo comportamento dei conti con l'estero, per cui il saldo della bilancia dei pagamenti peggiora (migliora) nel periodo immediatamente successivo alla svalutazione (rivalutazione), l'esperienza recente ha messo in particolare luce le seguenti:

a) la fissazione dei prezzi di listino sui mercati esteri presenta una certa rigidità nel breve periodo per cui, come effetto immediato della svalutazione, i prezzi in moneta nazionale delle importazioni e delle esportazioni aumentano nella stessa percentuale della svalutazione, mentre non cambiano i rispettivi prezzi in valuta estera. In tal modo, restando invariate nel breve periodo le quantità scambiate, un uguale aumento dei prezzi fa sì che il saldo negativo fra importazioni ed esportazioni si accresca (su questo punto si veda, ad esempio, MAGEE S. P., « Currency Contracts, Pass-through, and Devaluation », in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1973);

b) l'elasticità-prezzo della domanda di beni commerciali è bassa nel breve periodo, per cui si verificano le condizioni di Marshall-Lerner per un effetto « perverso » della svalutazione (nel caso del disavanzo petrolifero, tale elasticità rimane bassa anche nel medio periodo);

c) se il mercato è dominato da aspettative di ulteriori svalutazioni o rivalutazioni, subentrano comportamenti speculativi che agiscono sia sui volumi scambiati (gli operatori nel paese che ha svalutato accelerano l'importazione di materie prime e semilavorati) sia sui saldi valutari (anticipazione nei pagamenti delle fatture di importazione e ritardi negli incassi delle fatture di esportazione del paese che ha svalutato); l'andamento della bilancia commerciale italo-tedesca nel 1974 offre in proposito un esempio interessante.

Il regime di « fluttuazione controllata » può, in certa misura, essere visto come un meccanismo di « parità mobili » (*crawling peg*) non automatico e non pubblicamente annunciato dalle autorità monetarie. Esso, è vero, crea incertezza e provoca oscillazioni dei tassi di cambio assai al di là di quelle che sarebbero giustificate dai differenziali nei tassi di inflazione (in base al principio della « parità di potere d'acquisto »); ma nelle condizioni attuali è probabilmente la più ragionevole soluzione transitoria verso un regime di parità mobili ufficialmente dichiarato all'interno della CEE, regime a sua volta « teoricamente » ottimale prima della completa unificazione delle monete europee. I maggiori costi di incertezza e pressioni inflazionistiche derivanti dalla « fluttuazione controllata » rispetto alle parità mobili non vanno sottovalutati, ma sono compensati dal vantaggio di avere un sistema più efficiente di difesa contro i flussi speculativi che inevitabilmente continueranno all'interno dell'area europea, almeno fintanto che le politiche monetarie dei paesi membri non possono essere pienamente armonizzate (24).

Mi sembrano quindi lecite le seguenti conclusioni:

a) l'unione monetaria deve non precedere, ma seguire l'unione economica e politica, ricalcando passate esperienze storiche (25). Naturalmente tale rifiuto della « filosofia alla Werner » non esclude, anzi richiede con maggior vigore una continua sperimentazione, da parte dei governi europei, di accordi su temporanee « fluttuazioni congiunte », più o meno esplicite fluttuazioni concertate, schemi di

(24) ALIBER R. Z., « Monetary Independence Under Floating Exchange-Rates », in *Journal of Finance*, maggio 1975, sottolinea che l'incertezza circa i futuri tassi di cambio a pronti è proprio la condizione necessaria per assicurare la compatibilità fra politiche monetarie nazionali reciprocamente sfasate, le quali portano a diversi livelli dei tassi d'interesse, incentivo alla mobilità dei capitali. Ciò è anche implicito nelle condizioni di « parità d'interesse », ben note dai libri di testo a proposito dei movimenti di capitali a breve termine legati ad arbitraggi d'interesse, non alla speculazione pura. Sull'armonizzazione delle politiche monetarie dei paesi membri si torna nel par. 8.

(25) Come ricorda COOPER R. N., a parte l'eccezione dell'Unione Monetaria Scandinava del 1873-1915, la quale peraltro crollò sotto la pressione di divergenti politiche monetarie in occasione del conflitto mondiale, le più importanti unioni monetarie sono state precedute dall'unificazione politica (es. USA, Australia, Italia), o in caso contrario sono state caratterizzate dalla posizione chiaramente dominante di uno dei paesi membri (è il caso delle unioni Svizzera-Liechtenstein e Belgio-Lussemburgo). Cfr. KRAUSE-SALANT, *cit.*, pag. 257. Cfr. anche COOPER R. N., « Monetary Unification in Europe: When and How? », in *Morgan Guaranty Survey*, maggio 1972.

parità mobili tra le monete CEE accoppiate a larghi margini di oscillazione verso monete terze;

b) il lasciare gradi di libertà al processo di determinazione dei tassi di cambio europei e alle diverse combinazioni di politiche monetarie non preclude una sollecita ricerca di una più stretta integrazione in altri settori (si veda sez. II);

c) personalmente dissento da molti osservatori, secondo i quali la « strategia di Monnet » (consistente nel compiere passi graduali in specifiche direzioni che, senza provocare acute controversie di ordine politico, consentono di produrre rilevanti effetti secondari in direzioni complementari) ha ormai fatto il suo tempo. Ritengo al contrario che, nonostante le indubbie difficoltà nascenti in questi ultimi tempi dallo scarso coordinamento delle politiche anticongiunturali e dal persistente dualismo tra aree forti e aree deboli all'interno della CEE, tale strategia del gradualismo sia ancora pienamente valida. Credo invece che approcci alternativi basati su « trasformazioni radicali e addirittura istantanee » (26) siano assai meno promettenti.

Oggi i governi nazionali sono meno disposti ad accogliere i richiami di obiettivi simbolicamente suggestivi, ma i cui costi cominciano ad apparire drammatici (si pensi alla politica agricola della CEE e all'inganno del prezzo unico per ogni prodotto agricolo all'interno della Comunità, quando le condizioni di produttività delle rispettive agricolture nazionali sono così diverse). Oggi si è anche più consapevoli che una stretta osservanza delle tradizionali « regole del gioco », implicita nello schema che dà la precedenza all'unificazione dei tassi di cambio sulla creazione di un governo europeo dell'economia, presenta forti probabilità di favorire le parti sociali già ora dominanti in termini di produttività e autonomia finanziaria, a scapito delle altre. Qui non mi riferisco solo a paesi forti e deboli, ma più in generale ai diversi segmenti in cui si articola la Comunità economica: manodopera qualificata e meno qualificata, imprese di grandi dimensioni e diversificate internazionalmente e imprese piccole operanti sul mercato locale, regioni dotate e meno dotate di elevata infrastruttura finanziaria (27), e via dicendo.

(26) Cfr. Rapporto Marjolin, pag. 5.

(27) Il settore degli intermediari finanziari, bancari e non, notoriamente è in grado di realizzare maggiori profitti e accrescere la propria capacità di spesa proprio nei periodi di stretta creditizia e di recessione durante i quali la maggior parte degli altri settori produttivi si trova frenata nel proprio sviluppo.

## II. Verso una maggiore integrazione finanziaria

I paesi europei possono compiere importanti progressi nel campo dell'integrazione finanziaria, ponendo così le basi per una gestione più efficiente delle politiche economiche nazionali di breve e lungo periodo, senza doversi vincolare alla fissità dei tassi di cambio, né all'unificazione rigida delle politiche monetarie nazionali.

5. - *Mercati finanziari europei e « riciclaggio » dei surplus petroliferi.* La necessità di un ordinato finanziamento dei disavanzi petroliferi, iniziati nel 1974, offre l'occasione per creare nuovi meccanismi di integrazione finanziaria sotto la responsabilità dei governi e delle autorità monetarie della Comunità. Nonostante la notevole, e in certa misura inattesa, flessibilità mostrata dai mercati monetari e finanziari, sono emersi in forma vistosa gli inconvenienti di un meccanismo di riciclaggio affidato all'iniziativa della rete bancaria multinazionale, a sporadiche operazioni di prestiti compensativi e alla cooperazione fra le istituzioni monetarie internazionali (fra cui il FMI). Fra i paesi della CEE, l'Italia nel 1974 ha particolarmente sperimentato tali inconvenienti, prima che una grave recessione invertisse la tendenza della bilancia dei pagamenti, ponendo così un doloroso (e non durevole) riparo all'aggravarsi di una posizione debitoria ritenuta insostenibile. Ora, mentre le iniziative del FMI e dell'OCSE hanno un'importanza dominante per quanto riguarda il riciclaggio a livello mondiale (i cui beneficiari dovrebbero essere, assai più di quanto sia finora accaduto, le vere vittime della crisi petrolifera, cioè i paesi meno sviluppati importatori di petrolio e privi di capacità di esportazione sia di materie prime pregiate sia di manufatti), l'iniziativa della CEE dovrebbe in primo luogo assicurare un ordinato finanziamento dei disavanzi netti legati al petrolio che pesano sulle bilance dei pagamenti dei paesi membri. Successivamente i mercati finanziari europei potrebbero svolgere un ruolo di crescente importanza nell'incanalare fondi verso altre aree.

Parlando di riciclaggio non mi riferisco tanto alle operazioni contabilmente classificate « sotto la linea » nella bilancia dei pagamenti, cioè ai prestiti a medio-lungo termine fra Banche centrali (es. Federal Reserve degli USA, Bundesbank, intermediazione del FMI tramite lo « sportello petrolifero » e altre forme di crediti reci-

proci) (28), quanto ai flussi che transitano per i mercati finanziari, siano essi prestati compensativi (stipulati su iniziativa dei governi e delle autorità monetarie) oppure movimenti di capitali « autonomi » in senso proprio. Alimentati dal consolidarsi della rete delle eurobanche operanti sulle cosiddette xenovalute (depositi e crediti denominati in valuta diversa da quella del paese ove risiede l'istituto a cui si riferiscono), i mercati monetari e finanziari internazionali, europei in particolare, hanno assunto in modo crescente la funzione di serbatoio della liquidità internazionale, al di là della liquidità « ufficiale » giacente presso il FMI e le Banche centrali. Il regime dei cambi flessibili, nel quale l'intervento delle Banche centrali con acquisti e vendite di valuta delle riserve ufficiali si fa più limitato, accresce l'importanza dei mercati finanziari come strumenti di redistribuzione internazionale delle attività e passività causate dagli squilibri correnti delle bilance dei pagamenti. Il problema diventa dunque, per i governi dei paesi CEE che perseguono una strategia di integrazione economica, quello di favorire un'ordinata crescita di questi mercati, rafforzandone l'azione di intermediazione fra i prestatori di fondi OPEC e i mutuatari europei.

Mentre non è da condividere la tesi di quanti sostengono che una piena libertà dei movimenti internazionali di capitali privati a lungo termine è un efficace « sostituto » di correzioni dei tassi di cambio (29), sia perché essa confonde problemi di aggiustamento con problemi di finanziamento delle bilance dei pagamenti, sia perché ignora l'effetto di aspettative speculative sugli stessi flussi di capitali, la crisi petrolifera ripropone il ruolo indispensabile complementare dei prestiti e degli investimenti privati e pubblici internazionali.

Un passo importante verso l'obiettivo indicato può essere l'adozione di un'unità di conto europea in cui denominare prestiti ed emissioni obbligazionarie, allo scopo di proteggere mutuantici e mutuatari dal rischio di cambio. Il successo riportato dalle recenti esperienze di emissioni di prestiti in unità composite (Eurco, Barclays-

(28) Tali operazioni danno origine alla « posizione a medio e lungo termine » nella terminologia della bilancia dei pagamenti italiana. Il 31 luglio 1975 tale posizione in Italia era debitoria per 3.418 miliardi di lire, di cui circa due terzi dovuti a operazioni di prestito nell'ambito comunitario: prestito CEE a medio termine di 1.885 milioni di dollari, prestito Bundesbank biennale con garanzia aurea di 1.500 milioni di dollari (dopo il primo parziale rimborso di 500 milioni avvenuto nel primo trimestre 1975).

(29) Tesi accolta, ad esempio, da INGRAM J. C., « The Case for European Monetary Integration », *cit.*

unit, Diritti Speciali di Prelievo) (30) testimonia l'elevata domanda di nuove attività finanziarie che tengano conto della realtà dei mercati.

Obbligazioni a medio e lungo termine emesse da consorzi di banche e grandi imprese europee, garantite dai rispettivi governi nazionali e stilate in unità-paniere di monete europee, presenterebbero caratteristiche da un lato attraenti per gli investitori OPEC, dall'altro interessanti per i governi europei alla ricerca di una copertura finanziaria dei disavanzi correnti. La durata di tali prestiti può essere mutata con flessibilità, in aderenza alle preferenze dei creditori, dal momento che la struttura finanziaria dei debitori consente agli stessi di sopportare, più facilmente di singoli emittenti privati, l'onere di una maggiore variabilità del costo d'interesse nel lungo periodo. Del resto, la larga disponibilità di attività finanziarie denominate in un paniere di monete europee dovrebbe indurre gli investitori OPEC ad allentare la spiccata preferenza finora mostrata per scadenze molto brevi, e così contribuire a ridurre il volume delle operazioni di riaggiustamento del portafoglio fra attività in diverse valute, già causa di violente oscillazioni nei tassi di cambio (i travasi di fondi verrebbero effettuati in prevalenza fra dollaro e paniere di valute europee, in tal modo cooperando a favorire una fluttuazione congiunta delle monete europee rispetto al dollaro) (31).

Potrebbero, in aggiunta, essere sperimentate emissioni di prestiti indicizzati a un tasso medio di inflazione mondiale — assecondando proposte più volte avanzate di recente — per unire alla garanzia di cambio una garanzia di potere d'acquisto. A differenza della garanzia di cambio offerta dall'uso di un'unità di conto europea, l'indicizzazione rischia tuttavia di accentuare l'instabilità dei mercati finanziari. Infatti, da un lato, al variare del tasso di inflazione nei paesi europei, il connesso variare delle aspettative concernenti l'inflazione futura provocherebbe oscillazioni nell'afflusso netto di fondi dai paesi produttori di petrolio (maggiore sarebbe l'afflusso quanto più elevate sono le aspettative inflazionistiche, perché cresce l'attrazione esercitata dai titoli indicizzati rispetto a impieghi alternativi). D'altro lato, l'introduzione di titoli indicizzati provocherebbe variazioni più ampie

(30) Sulla crescente importanza dei DSP come unità di conto nei prestiti internazionali si veda BARATTIERI V., « Crescente uso del DSP quale unità di conto », in *Bancaria*, agosto 1975.

(31) Fluttuazione che — come si è ricordato — è perfettamente compatibile con revisioni anche frequenti (tramite *crawling peg* o *managed floating*) delle parità intra-CEE, poiché all'interno del paniere europeo tali mutamenti di parità si compenserebbero in larga misura.

nel tasso d'interesse nominale (e quindi nel prezzo) di titoli e altre attività non indicizzate, con ripercussioni non desiderabili sulla gestione della politica monetaria e sugli investimenti maggiormente sensibili al costo dell'interesse.

Infine, il rilancio dei mercati finanziari europei basato sull'introduzione di prestiti e titoli denominati in unità di conto europea potrebbe rapidamente generare — è un esempio degli effetti secondari positivi o *spillovers* impliciti nella « strategia di Monnet » — un crescente uso della « moneta parallela europea », da molti vista come opportuno stimolo a una maggiore integrazione economica (32). Si potrebbe cioè verificare un effetto di propagazione dall'unità di conto sui mercati finanziari alla « moneta cambiaria » (unità di conto sui mercati monetari), all'unità di riferimento nella stipulazione di contratti di investimento estero e di scambi commerciali (33).

6. - *Integrazione dei mercati monetari entro la Comunità.* Ampiezza, spessore e flessibilità del mercato monetario costituiscono tradizionali requisiti per una efficiente allocazione delle risorse nel campo dell'intermediazione finanziaria di breve periodo, oltre che per migliorare l'efficacia delle manovre di politica monetaria. A livello europeo, se si ipotizza una graduale rimozione dei controlli sui flussi monetari fra i paesi membri (accompagnata dal rafforzamento del Fondo monetario europeo per consentire una ordinata gestione della fluttuazione controllata o delle parità mobili fra i paesi CEE) (34), sembra importante promuovere lo sviluppo di consistenti e articolati mercati monetari dove mutuanti e mutuatari a breve scadenza possano trovare le combinazioni di rischio-rendimento più appropriate, al di là dell'intermediazione strettamente bancaria. Naturalmente,

(32) Oltre ai rapporti citati all'inizio, si veda VAUBEL R., « Plans for a European Parallel Currency and SDR Reform: The Choice of Value-Maintenance Provisions and "Gresham's Law" », in *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1974, pagg. 194 ss.; nonché gli interventi di WALTER N., SALIN P. e VAUBEL R. su « Comments on Economic Policy for the European Community - The Way Forward », in *Kiel Discussion Papers*, Institut für Weltwirtschaft, Kiel, giugno 1975, pagg. 30 ss. Si veda anche il già citato « manifesto » di nove economisti in appoggio al lancio di una moneta europea parallela indicizzata.

(33) A proposito della moneta europea parallela, dissentirei dalla proposta di definirla in modo tale da renderla « moneta forte almeno quanto la più forte fra le monete nazionali » (cfr. Rapporto Marjolin, pag. 26; CAIRNCROSS e ALTRI, *cit.*, cap. 2). Infatti, se si mira a incoraggiare l'uso della moneta europea parallela in un crescente volume di transazioni reali e finanziarie per farla competere con le monete nazionali, non bisogna renderla troppo attraente come mezzo di conservazione del valore.

(34) Cfr. Rapporto Marjolin, *cit.*, III-B-2.

liberalizzazione dei flussi monetari intra-CEE e messa in comune delle riserve, per un ordinato riciclaggio tramite il Fondo monetario europeo degli squilibri nei movimenti di capitali a breve termine tra i paesi membri, devono procedere di pari passo. Si ripropongono qui, pertanto, le difficoltà ricordate all'inizio circa il *pool* di riserve. Ma immaginando già raggiunto un accordo tra i governi circa l'intervento collegato sul mercato dei cambi e un'efficiente fluttuazione controllata, la promozione di un mercato monetario integrato — pur in presenza di singole monete nazionali con rapporti di cambio non rigidi — diventa un obiettivo da non trascurare. Ad esso può aggiungersi una graduale unificazione degli strumenti di politica monetaria dei singoli paesi membri, che colga le occasioni delle frequenti riforme a livello nazionale per predisporre l'apparato necessario alla conduzione di una futura politica monetaria accentrata presso la Banca centrale europea.

7. - *Il controllo sui movimenti monetari con l'esterno della Comunità.* Un terzo obiettivo di una strategia di integrazione monetaria europea, perseguibile nella fase di transizione verso l'unione economica e monetaria, è rappresentato dalla regolamentazione dei rapporti valutari fra i paesi CEE considerati nel loro assieme e il resto del mondo. Si tratta di una questione delicata e controversa, per la presenza entro la CEE allargata di atteggiamenti divergenti dei governi e di strumenti non armonizzati. Le considerazioni di fondo sono però piuttosto semplici.

Anche se si ipotizza che le politiche monetarie dei paesi membri siano perfettamente « armonizzate » (35) e che un efficiente funzionamento del Fondo monetario europeo consenta un'ordinata gestione della politica dei tassi di cambio comunitari, sembra difficile conciliare gli appelli ad una maggiore « disciplina » nella condotta delle politiche monetarie dei paesi membri con un atteggiamento di « benevola indifferenza » verso l'impatto che movimenti di capitali a breve termine con l'esterno della Comunità esercitano sulla creazione o distruzione di base monetaria nella CEE. Un'accurata gestione dell'offerta di moneta non può prescindere dall'impegno a conseguire il massimo grado possibile di controllo sulla creazione di base monetaria.

Il mantenimento di cambi flessibili nei confronti del dollaro e di

(35) Ma su questo punto si rimanda al par. 8.

altre monete non europee è una condizione importante per svincolare le politiche monetarie europee da una stretta dipendenza dalla politica monetaria statunitense, ma insieme genera il rischio di imporre violente fluttuazioni o prolungate sotto-sopravvalutazioni nei tassi di cambio europei, con effetti dannosi sulla struttura del commercio estero della CEE e sul controllo dell'inflazione. La programmazione di una politica industriale a livello europeo, che favorisca le rapide riconversioni dell'offerta richieste dalla dinamica dei costi comparati, può essere messa a repentaglio da mutamenti delle parità verso l'esterno unicamente dovuti ai differenziali nei tassi d'interesse indotti da politiche monetarie divergenti a livello CEE ed extra-CEE. Ciò spiega perché i governi, non essendo disposti a sopportare fino in fondo le conseguenze di un regime di cambi perfettamente flessibili in un contesto di elevata mobilità dei movimenti internazionali di capitali, si vedono costretti a intervenire sul mercato dei cambi per correggere le fluttuazioni; ma così facendo tornano a perdere il controllo della base monetaria dovuta al canale estero. Riaffiora così la controversia sul « potere isolante » del regime dei cambi flessibili.

Se la CEE allargata si configurasse come un sistema economico poco « aperto » nei confronti dell'area del dollaro, in termini di interscambio sia commerciale che finanziario, la perdita di controllo sul canale estero di creazione della base monetaria non solleverebbe gravi problemi, poiché verrebbe neutralizzata dal mantenimento del controllo sugli altri canali (banche, Tesoro). Oppure, in alternativa, una libera fluttuazione del cambio rispetto al dollaro potrebbe essere tollerata senza timori di costose tensioni dal lato dell'allocazione delle risorse e dell'inflazione. Ma non è così; anzi l'impatto della crisi petrolifera tende ad accrescere la quota di scambi extra-CEE sul totale, invertendo una tendenza che aveva perdurato per due decenni ed era stata rafforzata dal formarsi del Mercato Comune.

Una volta ammesso che non sia desiderabile un'illimitata esposizione dei mercati monetari comunitari ai movimenti di capitali a breve termine con i mercati esteri, si pone il problema di scegliere la più efficiente strategia di regolazione. Un accordo a livello CEE per imporre congiuntamente dei *limiti alla posizione creditoria o debitoria netta delle banche comunitarie in valute non comunitarie*, in funzione delle mutevoli pressioni che nascono dai movimenti di capitali privati con l'esterno dell'area, sembra preferibile — sotto il profilo della semplicità amministrativa e dell'efficienza — agli schemi di controlli valutari che limitano direttamente le scelte degli operatori

(come i divieti alle banche di accettare depositi in valuta, i limiti quantitativi al credito da e verso i non residenti) (36). Le forze del mercato possono operare più efficacemente e assicurare una migliore distribuzione del credito se le banche sono relativamente libere di aggiustare i propri flussi « lordi » di attività e passività finanziarie sull'estero in risposta a considerazioni di convenienza economica, pur nel rispetto di vincoli come coefficienti di riserva obbligatoria sui depositi esteri e il mantenimento di un dato saldo « netto » imposto dalle autorità monetarie. L'uso accorto di contratti di acquisto e cessione di valuta a termine e della politica del risconto fra autorità monetarie europee e aziende di credito può accrescere l'efficacia del controllo sulla gestione valutaria delle banche; come l'esperienza italiana degli ultimi quattro anni insegna. Come in altri settori, misure che agiscono per il tramite del mercato piuttosto che contro il mercato si rivelano di efficacia meno effimera.

Naturalmente, poiché solo una parte limitata dei flussi monetari passa attraverso le banche, il meccanismo di regolazione della posizione netta delle banche sull'estero non può risolvere il problema dei movimenti di capitali a breve termine « destabilizzanti ». Questi, come è noto, si avvalgono di canali assai diversificati e sfuggenti ad ogni controllo sistematico di tipo amministrativo, come l'esportazione illegale di banconote che alimenta i mercati paralleli, gli anticipi e i ritardi nei pagamenti delle fatture commerciali, l'impiego di « prezzi di trasferimento » e di fatture alterate nei rapporti tra case madri, filiali e consociate. Qui si è voluto sottolineare unicamente il profilo del controllo sulla formazione di base monetaria in un regime a flessibilità limitata dei cambi.

8. - *L'armonizzazione delle politiche monetarie.* Un ultimo aspetto da mettere in luce è quello relativo alla cosiddetta armonizzazione delle politiche monetarie dei paesi membri, anche perché al riguardo vi è una certa confusione.

Ritengo che, qualora i governi della CEE si accordassero sugli aspetti discussi in precedenza (una certa flessibilità dei tassi di cambio

(36) Il fabbisogno di dollari per finanziare i disavanzi petroliferi ha indotto i paesi industriali a smantellare la maggior parte dei controlli sugli afflussi di capitali introdotti dopo il 1971 e ad accrescere la sorveglianza sulle operazioni bancarie con non-residenti: cfr. IMF, *26th Annual Report on Exchange Restrictions*, Washington, 1975. Sotto il profilo del controllo sul canale estero di formazione della base monetaria, l'esperienza italiana, francese e belgo-lussemburghese di regolazione della posizione netta delle banche sull'estero sembra aver dato risultati soddisfacenti.

intra-comunitari accompagnata da interventi del Fondo monetario europeo per finanziare gli squilibri reciproci, lo sviluppo di strumenti finanziari denominati in unità di conto europea anche per gestire il riciclaggio dei disavanzi petroliferi, la promozione di un mercato monetario articolato, una regolamentazione comune dei movimenti bancari con le aree extra-CEE), si realizzerebbero i presupposti perché le autorità monetarie nazionali ottengano e mantengano condizioni di liquidità e di credito adatte alle diverse situazioni nazionali.

Un'accorta politica monetaria all'interno di un paese non si preoccupa solo di controllare lo sviluppo dei grandi aggregati monetari o di influenzare il livello medio nazionale dei tassi d'interesse, ma cerca di far combaciare domanda e offerta di credito nei vari « segmenti » dell'economia, definiti in senso territoriale e settoriale. Tali domande e offerte differiscono nei vari « segmenti », così come differiscono le sottostanti schede di risparmio e investimento; e la libera circolazione dei capitali entro il paese non basta a garantire una distribuzione delle risorse finanziarie conforme agli obiettivi ultimi del governo in termini di sviluppo regionale, settoriale, ecc. Donde la serie, più o meno articolata, di misure selettive a cui le diverse autorità monetarie nazionali di fatto ricorrono, particolarmente nei periodi di restrizione del credito: limitazioni del credito al consumo, credito agevolato per gli investimenti in certi settori e in certe aree o per sostenere le esportazioni, politica discrezionale del risconto, e via dicendo.

In un'area vasta e molto differenziata come la CEE, le diversità nella domanda di credito in funzione dei vari obiettivi di politica economica non possono essere minori di quelle rilevate all'interno di un singolo paese membro. Perciò la coesistenza di condizioni differenziate nell'offerta di credito (e quindi di politiche monetarie non uniformi), accompagnate da una larga mobilità dei capitali entro l'area CEE, può essere vista come l'anticipazione di quella che sarà — in un'unione economica e monetaria pienamente realizzata — la politica monetaria europea accentrata nel controllo globale, ma regionalmente e settorialmente selettiva.

Che « armonizzazione » non sia sinonimo di « uniformità » delle politiche monetarie nei paesi membri risulta tanto più evidente se si considera il *diverso peso dei disavanzi del settore pubblico* nei diversi paesi, e quindi il diverso vincolo esercitato da tali disavanzi sul mercato dei titoli e della moneta. Da ciò discende che un identico rapporto tra offerta di moneta e reddito nazionale implica condizioni

assai diverse di costo e disponibilità del credito per il settore privato nei diversi paesi membri. Perciò i sostenitori di comuni regole anti-inflazionistiche nella conduzione delle politiche monetarie nazionali dovrebbero essere più espliciti nel riconoscere che l'accordo su tali regole implica inevitabilmente un parallelo accordo sulla distribuzione dell'onere del finanziamento dei disavanzi pubblici fra i paesi membri (37).

D'altra parte, l'esistenza di questi pesi diversi dei disavanzi pubblici è giustificata, o almeno può essere giustificata, dalle note (e accettate anche dai fautori di una maggiore disciplina monetaria a livello europeo) diversità negli obiettivi e nei *trade-offs* che governano la politica della domanda aggregata e dell'offerta di beni pubblici nei diversi paesi membri. A queste considerazioni si lega la proposta di accompagnare la strategia di integrazione monetaria con la costituzione di un bilancio pubblico europeo e di politiche regionali, entrambi finanziati mediante trasferimenti ed emissioni di titoli (denominati nella nuova moneta europea parallela) a livello comunitario.

Credo che molte confusioni circa la corretta definizione di disciplina monetaria e armonizzazione delle politiche monetarie nazionali nascano da una scorretta « interpretazione » delle implicazioni del cosiddetto modello di approccio monetario alla bilancia dei pagamenti (AMBP) (38). Si tratta di un modello di « forma ridotta », che rischia di diventare tautologico e pertanto di scarso aiuto nel guidare la previsione e la programmazione della politica monetaria, dal momento che non spiega ciò che determina il livello delle variabili da cui dipende la domanda di moneta, in un sistema dove le risorse non sono pienamente utilizzate; naturalmente, se si ipotizza il pieno impiego nel breve periodo, il modello guadagna in coerenza interna ma perde rilevanza dal punto di vista della politica economica.

Nel modello tradizionale di AMBP la creazione o distruzione

(37) Krause correttamente ricorda che « il campo di azione (*domain*) della politica fiscale dovrebbe corrispondere all'area coperta dell'unione monetaria »: KRAUSE L. B., « Implications for Private Capital Markets », in KRAUSE-SALANT, *cit.*, pag. 116. Questo punto era stato toccato anche da KENEN P. B., « The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View », in MUNDELL R. A. - SWOBODA A. K. (a cura di), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago University Press, Chicago, 1968, pag. 46.

(38) Per una semplice esposizione di questo modello, che include gli essenziali riferimenti alla letteratura, si veda KEMP D. S., « A Monetary View of the Balance of Payments », in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, aprile 1975.

di attività e passività finanziarie sull'interno non ha alcun impatto sull'equilibrio delle variabili reali, e quindi sulla domanda delle attività e passività finanziarie stesse, poiché la bilancia dei pagamenti agisce da meccanica valvola di sfogo, e per il suo tramite ogni eccesso o scarsità di ricchezza finanziaria interna viene rispettivamente eliminato o colmato.

9. - *Conclusioni.* La nostra esposizione ha dapprima messi in risalto i motivi (tecnici e empirici) che suggeriscono di rifiutare la « strategia alla Werner », basata sulla priorità dell'irrigidimento dei cambi rispetto alle altre tappe di integrazione economica. A questo proposito sono state discusse alcune ambiguità concettuali che hanno alimentato e ancora alimentano la controversia fra « monetaristi europei » e loro avversari (definizione di instabilità e incertezza nelle transazioni internazionali, di illusione monetaria, di disciplina monetaria).

Si è successivamente richiamata l'esperienza degli ultimi anni per sostenere come un'opposta strategia della « disintegrazione » monetaria, da affidarsi a un ipotetico regime puro di cambi flessibili, sia insostenibile sotto profili sia congiunturali (controllo dell'inflazione e della recessione), sia strutturali (distorsioni imposte all'aggiustamento delle bilance commerciali da variazioni dei tassi di cambio originate da divergenze nelle politiche monetarie e connessi movimenti di capitali).

In definitiva, non sembrano esservi alternative a un approccio gradualistico, che passi attraverso la fase attuale di « fluttuazione controllata » dei cambi per giungere a un sistema di parità mobili intra-CEE e infine alla moneta unica.

Nella seconda sezione dedicata all'integrazione finanziaria, si sono indicate alcune direzioni nelle quali notevoli progressi possono essere compiuti durante l'attuale fase di « transizione » verso l'unione economica monetaria: a) alimentazione di più vasti mercati finanziari comunitari con titoli e prestiti stiliati in unità di conto-paniere di monete CEE (che protegge debitori e creditori dal rischio di cambio ed è quindi compatibile col regime di fluttuazione controllata e parità mobili intra-CEE), anche in funzione di un ordinato finanziamento dei disavanzi petroliferi; b) creazione di più articolati mercati monetari per i flussi di capitali a breve termine intra-comunitari, che procede di pari passo con l'intervento congiunto delle

Banche centrali sui tassi di cambio (Fondo monetario europeo) e con l'abbandono progressivo dei controlli sui medesimi flussi monetari intra-CEE; c) creazione di un sistema comune di regolamentazione dei flussi monetari fra Comunità e altre aree, basato su meccanismi di mercato (vincoli alla posizione netta delle banche in valute extra-comunitarie) più che su contingenti amministrativi. Si sono infine addotte alcune ragioni che rendono opportuno distinguere tra armonizzazione e unificazione delle politiche monetarie dei paesi membri.

FABRIZIO ONIDA