UNIVERSITÉ DE NEUCHÂTEL
FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES

Il sistema monetario europeo
Alla ricerca dei mezzi per isolare le economie europee dalle fluttuazioni del dollaro

THÈSE

PRÉSENTÉE À LA FACULTÉ DE DROIT ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES
POUR OBTENIR LE GRADE DE DOCTEUR ÈS SCIENCES ÉCONOMIQUES

PAR

MARIO TETTAMANTI

IMPRIMERIE GAGGINI-BIZZOZERO SA, LUGANO
1982

UNIVERSITÉ DE NEUCHATEL
FACULTÉ DE DROIT
ET DES SCIENCES ÉCONOMIQUES
LE DOYEN

Avenue du 1er-Mars 26

Monsieur Mario TETTAMANTI est autorisé à imprimer sa thèse de doctorat ès sciences économiques intitulée "Le système monétaire européen. A la recherche des moyens d'isoler les économies européennes des fluctuations du dollar".

Il assume seul la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, 17 juin 1982

Le doyen
de la Faculté de droit
et des sciences économiques

Jean-Pierre Gern

Ai miei genitori,
a mia moglie

Indice

INTRODUZIONE

a. Presentazione del lavoro..... 11

b. Lo SME e le fluttuazioni del dollaro..... 14

c. L'importanza delle potenzialità..... 17

PRIMA PARTE Elementi della situazione internazionale

1. I CAMBI FLESSIBILI: UNA PANACEA NON SEMPRE EFFICACE..... 21

1.1. Cambi flessibili e loro prerogative..... 21

1.2. Cambi flessibili e offerta di moneta a livello internazionale..... 24

1.2.1. Il dollaro-moneta internazionale..... 27

1.3. La formazione dei tassi di cambio..... 30

1.4. L'instabilità dei tassi di cambio,i movimenti dei capitali,la liquidità internazionale e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti..... 34

1.4.1. L'instabilità dei tassi di cambio e i movimenti dei capitali..... 34

1.4.2. L'instabilità dei tassi di cambio e l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti..... 38

1.5. Cambi flessibili e autonomia delle politiche monetarie..... 40

1.6. Conclusione: Lo SME, alternativa al sistema dei tassi di cambio flessibili..... 44

2. CRISI ENERGETICA E RICICLAGGIO DEI CAPITALI..... 46

2.1. Le modalità del riciclaggio degli introiti petroliferi..... 46

2.1.1. Il finanziamento istituzionale..... 48

2.1.2. Il finanziamento tramite il sistema finanziario privato..... 51

2.2. Il primo riciclaggio riuscito: 1974-1978..... 53

2.3. Problemi relativi al finanziamento del disavanzo di parte corrente venutosi a creare con la seconda crisi petrolifera..... 55

2.4. La necessità di un sistema internazionale valido..... 58

2.4.1. La crisi del dollaro-moneta internazionale..... 59

2.4.2. Caratteristiche di una moneta internazionale fondata su di un disavanzo..... 62

2.4.3. Il mercato dell'eurodollaro,un aspetto della dominazione americana..... 63

2.4.4. Il dollaro-moneta internazionale,il mercato dell'eurodollaro e la necessità per gli Stati Uniti di una bilancia attiva..... 65

2.4.5. Crisi del dollaro-moneta internazionale e conseguenze per l'Europa..... 67

2.4.6. Ritorno alla coerenza nella politica monetaria americana ?..... 68

2.5. Conclusione: Le crisi petrolifere,il riciclaggio dei capitali,il problema del dollaro quale unica moneta internazionale. Lo SME soluzione alternativa?..... 72

SECONDA PARTE Lo SME: origini e caratteristiche tecniche

3. LO SME: SOLUZIONE SULLA STRADA DELLE UNIONI REGIONALI.... 77

3.1. I primi tentativi di soluzioni regionali..... 77

3.1.1. L'Unione Europea dei Pagamenti (UEP)..... 77

3.1.2. L'Accordo Monetario Europeo (AME); la riduzione dei rischi di cambio all'interno della Europa..... 81

3.2. La degradazione della situazione internazionale alla base dei tentativi per la creazione di una zona monetaria europea..... 83

3.2.1. L'area ottimale..... 85

3.2.2. Dall'area ottimale verso l'area realizzabile. 89

3.3. Il Piano Werner: alla ricerca di una zona monetaria realizzabile..... 90

3.3.1. Il Serpente monetario europeo..... 93

3.3.2. Le ragioni dell'insuccesso del piano Werner.. 95

3.4. Proposte teoriche per il rilancio dell'Unione monetaria europea dopo il fallimento del piano Werner... 97

3.4.1. Il restringimento dei margini di fluttuazione 97

3.4.2. La strada delle monete parallele..... 102

3.5. Conclusione: Lo SME: ancora un tentativo sulla strada delle unioni regionali..... 103

Allegato al capitolo 3 Approfondimento concernente alcune proposte teoriche nel quadro della realizzazione di una unione monetaria europea.....105

1. La moneta parallela di Magnifico-Williamson 107
2. La moneta europea proposta dal Manifesto di Ognissanti.117
3. La moneta europea del Rapporto Optica 1.....123

4. La moneta europea del Manifesto di Villa Pamphili..... 129
5. La moneta europea di Robert Triffin 132
6. La moneta europea della "Nouvelle Politique"..... 137

4. LO SME: LE IDEE DI BASE E LE CARATTERISTICHE TECNICHE.... 143

4.1. Le idee di base..... 143

4.1.1. L'allegato al comunicato di Brema..... 144

4.1.2. La risoluzione di Bruxelles del dicembre 1978 147

4.2. Le caratteristiche tecniche del Sistema monetario europeo..... 149

4.2.1. L'Unità monetaria europea: L'ECU..... 149

4.2.2. Il meccanismo di cambio e d'intervento..... 156

4.2.3. Il meccanismo di credito..... 161

4.3. Le innovazioni del nuovo Sistema europeo in rapporto al Serpente..... 165

4.3.1. Il "barometro" o indicatore di divergenza.... 165

4.3.2. Il "salvadanaio"..... 166

4.3.3. L'ECU..... 166

4.4. Conclusione..... 167

Allegato al capitolo 4 Approfondimento relativo all'UCE (Unità di Conto Europea)..... 169

TERZA PARTE Lo SME: le critiche

5. LE CRITICHE TEORICHE AL SISTEMA MONETARIO EUROPEO..... 181

5.1. Le critiche "teoriche generali" al Sistema monetario europeo..... 181

5.1.1. L'approccio di Karl Brunner..... 181

5.1.2. L'approccio di Pascal Salin..... 184

5.1.3. L'approccio secondo gli esperti della Società di Banca Svizzera, approccio fondato su delle considerazioni di Friedmann,De Grauwe e Korte weg..... 186

5.2. Una critica particolare: lo SME e il "biais déflationniste"..... 192

5.2.1. Considerazioni concernenti questa critica particolare..... 194

5.3. Le critiche specifiche..... 195

5.3.1. Lo SME e l'inflazione media..... 195

5.3.2. L'ECU un fallimento su tutta la linea..... 197

5.3.3. Il Fondo Monetario Europeo (FME), un'aberrazione economica..... 198

5.4. Conclusione Considerazioni generali sulle critiche allo SME..... 199

5.4.1. Lo SME e i movimenti di capitali..... 203

QUARTA PARTE I possibili contributi

6. I POSSIBILI CONTRIBUTI DELLO SME ALLA SOLUZIONE DEI PROBLEMI INTERNAZIONALI..... 209

6.1. Lo SME e la necessità di controllare le fluttuazioni del dollaro..... 209

6.1.1. Il controllo del dollaro e la crisi petrolifera..... 215

6.2. Crisi energetica e discussioni sulle modalità di aggiustamento della bilancia dei pagamenti..... 218

6.2.1. Le considerazioni di Robert Mundell: prima posizione dottrinale..... 219

6.2.2. Le considerazioni teoriche di J.Williamson: seconda posizione dottrinale..... 221

6.2.3. La posizione degli organismi monetari internazionali..... 223

6.2.4. Crisi energetica e modalità di aggiustamento 224

6.3. Il problema del riciclaggio dei fondi petroliferi.. 225

6.3.1. Il pericolo di avere nel dollaro il solo mezzo del riciclaggio..... 225

6.3.2. Il riciclaggio via il FMI..... 230

6.3.3. Il FMI e la Banca Mondiale in corsa per il riciclaggio dei petrodollari..... 235

6.3.4. Il FMI e il Conto di Sostituzione..... 239

6.4. Il Sistema monetario europeo e il problema del riciclaggio..... 242

6.4.1. Il Sistema monetario europeo e la necessità di agire..... 242

6.4.2. Coesione interna e difesa esterna: due elementi essenziali per la soppravvivenza e il successo dello SME..... 245

6.4.3. Lo SME, nuovo strumento del riciclaggio..... 248

CONCLUSIONI

a. Il Sistema monetario europeo dopo tre anni di attività.. 256

b. Riassunto..... 263

BIBLIOGRAFIA..... 271

INTRODUZIONE

a. Presentazione del lavoro

Il lavoro si compone di quattro parti principali

La prima parte (capitoli 1 e 2) comprende l'esame dei principali problemi che caratterizzano la situazione monetaria internazionale e che sono legati in maniera diretta o indiretta alla problematica relativa al Sistema monetario europeo (in seguito definito anche SME). Si tratta del dibattito sulla scelta di un regime di cambio stabile e valido per la struttura europea e dell'esame dei problemi sorti dopo la prima e seconda crisi energetica, problemi legati direttamente all'apparizione di enormi disavanzi nelle bilance dei pagamenti correnti, sia nei paesi industrializzati che nei paesi in via di sviluppo.
Il dibattito concernente il regime di cambio non mi interessa in questa sede quale esame di una controversia che da diversi decenni accompagna le discussioni economiche, ma piuttosto inquanto questa controversia si inserisce obbligatoriamente in ogni discorso che abbia come oggetto il Sistema monetario europeo. Lo SME è un sistema di cambi fissi ma aggiustabili. Un sistema dunque che si situa a metà strada tra le due teorie opposte (cambi fissi e cambi flessibili). Lo SME, anche se perora per una maggiore fissità dei cambi, permette, anzi chiede agli Stati membri di praticare senza indugi gli eventuali aggiustamenti necessari, questo per evitare il verificarsi di situazioni in cui i legami imposti non siano più conformi alle situazioni reali dell'economia.
La crisi energetica è importante inquanto ha messo "fuori gioco" taluni punti di riferimento relativi al dibattito sull'equilibrio delle bilance dei pagamenti. Oggi, ogni

discorso sia teorico sia di previsione non può essere fatto senza prendere in esame le conseguenze di questa crisi. I due problemi citati sono poi tra loro legati. Le crisi energetiche infatti si sono verificate in momenti di applicazione di cambi flessibili. Questa sovrapposizione di elementi costituisce a nostro parere il "rumore di fondo" di ogni discorso concernente lo SME.

La seconda parte (capitoli 3 e 4) è consacrata all'esame del processo storico che ha portato alla nascita del Sistema Monetario Europeo e all'esame delle caratteristiche tecniche che stanno alla base del sistema stesso. La prima preoccupazione (capitolo 3) è stata quella di inquadrare questo nuovo meccanismo tra i tentativi europei creati al fine di trovare un "consenso monetario" per l'Europa. Sono stati presi in considerazione l'Unione Europea dei Pagamenti (UEP), l'Accordo Monetario Europeo (AME)e il cosiddetto Piano Werner,dal nome del suo coordinatore. Nell'allegato al capitolo 4,verranno esaminate quelle che sono state le proposte più interessanti che riguardano da vicino la problematica della "Moneta europea o Moneta parallela". Scopo di questo giro d'orizzonte attraverso i tentativi di soluzione ai problemi monetari europei è quello di ricercare quegli elementi che saranno in seguito ripresi dal nuovo Sistema Monetario Europeo. L'Europa monetaria non è soltanto realtà odierna. L'esame dei contributi del passato aiutano ad inquadrare il nuovo tentativo nel giusto contesto. I singoli elementi dello SME sono già presenti, in ordine sparso, nei tentativi che hanno preceduto l'odierna costruzione. Esso non è dunque soltanto improvvisazione di pochi uomini politici, ma

tappa importante di un processo storico e tecnico tendente a trovare soluzioni valide ai problemi europei e di conseguenza anche valido strumento per proporre alternative interessanti all'odierno disordine monetario internazionale.
Nel capitolo 4, vengono esaminate le caratteristiche tecniche del nuovo Sistema. Anche se in definitiva alla base dell'accordo europeo troviamo compromessi di ordine politico, i vari meccanismi messi in atto hanno svolto, specialmente alla luce di quello che è avvenuto dal lancio del Sistema ad oggi, un ruolo decisivo per la soppravvivenza dell'accordo stesso.

La terza parte del lavoro (capitolo 5) prende in considerazione le critiche rivolte al nuovo Sistema. Di queste critiche è stata tentata una classificazione a seconda dei diversi approcci che sono stati seguiti. Saranno esaminate sia le critiche di carattere generale (approccio monetarista di tipo dogmatico) che considera lo SME un sistema di cambi fissi e dunque,a priori condannabile perchè non "valido", come pure le critiche che vengono rivolte ai vari elementi che compongono il Sistema. L'intento di questo capitolo è di dimostrare come le critiche spese contro il nuovo Sistema europeo non prendono in considerazione l'aspetto generale del problema, vale a dire l'apporto che lo stesso è in grado di dare sia all'Europa in crisi, sia alla soluzione dei problemi del sistema monetario internazionale che dall'inizio degli anni settanta è in cerca di una propria identità.

La quarta parte del lavoro (capitolo 6) servirà a mostrare quali sono le potenzialità incorporate nel nuovo Sistema. Qual'è dunque l'apporto che esso potrà dare alla soluzione dei principali problemi, sia mondiali sia più strettamente europei. Lo SME viene dunque raffrontato con una situazione di cambi flessibili, con una situazione di disordine delle bilance dei pagamenti, con un pericolo di disgregazione degli sforzi europei intrapresi al momento del Trattato di Roma. L'apporto dello SME esiste per il momento soltanto come potenzialità. Esso però non deve essere sottostimato inquanto rappresenta, al momento attuale, la sola strada praticabile per una Europa in crisi.

b. Lo SME e le fluttuazioni del dollaro

Il problema principale che si porrà al momento in cui si tenterà di procedere a una futura negoziazione internazionale, sarà quello di stabilire un legame relativamente stabile tra il dollaro e le altre grandi monete. Non soltanto un vero ordine monetario internazionale non sarà instaurato prima che questo legame sarà ottenuto, ma in più, la coesione interna degli altri aggruppamenti regionali sarà minacciata fintantoché il corso del dollaro non sarà stato stabilizzato. Se questa stabilizzazione non ha ancora potuto essere effettuata, è essenzialmente per il fatto che gli Stati Uniti non accettano di sottomettere la loro politica economica a degli obblighi esterni

Il fatto di poter isolare le economie europee dalle fluttuazioni del dollaro non può più derivare oggigiorno da una semplice posizione difensiva. Il controllo del dollaro, dunque in definitiva il ruolo esterno dello SME, deve essere visto come una presenza attiva nel tentativo di risolvere la situazione di disordine dei pagamenti mondiali, situazione determinata dalle crisi energetiche susseguitesi negli anni settanta. Se questo non si dovesse verificare lo SME potrebbe trovarsi confrontato a una contraddizione interna originata da fenomeni esterni.
Lo SME, al momento della sua entrata in vigore, ha approfittato di una certa calma sul mercato dei cambi consecutiva alla fine del regime di "benign neglet" da parte degli Stati Uniti. Cambiamento dovuto al fatto che le autorità statunitensi hanno potuto sperimentare a proprie spese che un dollaro svalutato era fonte d'inflazione a causa dell'aumento conseguente del prezzo dei prodotti importati.
E' pericoloso per l'Europa affidare il suo avvenire alla buona tenuta della moneta americana, ed è pericoloso per l'Europa affidarsi ad una situazione di calma sul mercato dei cambi, situazione nella quale l'Europa e lo SME fungerebbero soltanto degli spettatori passivi.

In effetti, eventuali ribassi del dollaro, come d'altra parte eventuali rialzi della moneta americana potrebbero mettere in pericolo l'esistenza stessa del nuovo sistema. Sono un chiaro esempio gli avvenimenti succedutesi dall'inizio del 1981 in avanti.

> "Décidément la stabilité monétaire n'est plus de ce monde. Après deux années d'accalmie relative, un enfièvrement soudain donne le branle aux marchés des changes. Le dollar monte, le mark plonge, le Système monétaire européen gémit aux entournures. C'est pour des centaines de millions à la fois que les banques centrales sont de nouveau obligées d'intervenir pour tempérer quotidiennement les écarts de cours. Faut-il en déduire que l'économie occidentale renoue avec une longue et funeste période d'agitation monétaire, à l'intérieur de laquelle les deux années de tranquillité que nous venons de traverser n'auraient finalement inscrit qu'une simple parenthèse ?" (1)

Questa situazione dovrebbe più che mai rendere evidente la necessità, per la Comunità europea, di una azione concertata alfine di evitare l'insorgere di tensioni così forti da far temere il fallimento dei risultati raggiunti in questi ultimi anni.

Le tempeste valutarie che si abbattono di tanto in tanto sulle monete europee potrebbero portare in effetti al fallimento del tentativo dello SME.

I richiami all'unità e all'azione concertata non mancano. Quello che ci si può chiedere è se questi accenni all'azione non risultino essere troppo generici e non abbastanza incisivi sulle cause profonde del disordine monetario.

> "... secondo il presidente della Commissione CEE Thorn, proprio la bufera e il fatto che essa abbia un'origine unica e facilmente accertabile (cioè la politica monetaria dell'amministrazione Reagan) dovrebbe far salire il tasso di concertazione fra i paesi europei. - E' necessaria una linea comune in materia monetaria internazionale, e in particolare per quanto riguarda gli interventi tesi a equilibrare i tassi di cambio delle valute europee

(1) M. Stepczynski: "Les monnaies se mettent en branle", Articolo, Journal de Genève, 6.2.1981.

> tra di loro e con il dollaro - ha dichiarato Thorn, aggiungendo che l'elevato livello dei tassi USA e la decisione di Washington di non intervenire sui mercati su base giornaliera offrono alla CEE una buona occasione per impostare una politica concertata nei confronti del dollaro. Come ? Sia favorendo un maggior uso delle valute europee nelle transazioni interne alla Comunità, sia affidando un ruolo maggiore allo Scudo come valuta di riserva." (1)

La spada di Damocle determinata dalla situazione del dollaro necessita, da parte dello SME, di un'azione più aggressiva, azione volta a portare un concorso europeo alla soluzione delle cause fondamentali che stanno a monte delle fluttuazioni del dollaro.

c. L'importanza delle potenzialità

Nelle condizioni attuali, la più valida possibilità di premunirsi contro le fluttuazioni del dollaro si trova nella creazione di zone monetarie regionali nelle quali si possa sperare di mantenere un minimo di stabilità. L'evoluzione in questa direzione è evidente. La creazione di queste zone deve evidentemente corrispondere a una certa realtà economica sottostante, riflettendo per esempio sia una forte corrente di scambi e di investimenti, sia la posizione dominante di una delle economie della regione. Il funzionamento di tali zone, pone tuttavia numerosi problemi di carattere tecnico, che nel caso dell'Europa non permet-

(1) La Repubblica, Articolo, 6.6.1981

tono di trovare una soluzione se non esiste a priori un deciso consenso politico. Per quello che riguarda lo SME questo consenso, almeno mer il momento,esiste. Quello che si può affermare con certezza è che senza un sistema del genere, che per forza di cose per sussistere deve portare ad una certa coerenza interna, l'Europa si troverebbe ancora più sguarnita di fronte agli squilibri monetari che potrebbero verificarsi, anzi che già si verificano all'esterno della Comunità europea.

Al recente vertice di Versailles del giugno del 1982, l'eventualità di un inizio di cooperazione monetaria tra dollaro statunitense,ECU e Yen, nel tentativo di frenare le fluttuazioni delle varie monete,è stato messo in evidenza dai partecipanti alla riunione. Niente di troppo preciso è stato definito. Importante è però constatare come un approccio a livello di "zone di cooperazione monetaria" abbia trovato interessato ascolto.

PRIMA PARTE

Elementi della situazione internazionale

1. I CAMBI FLESSIBILI: UNA PANACEA NON SEMPRE EFFICACE

1.1. Cambi flessibili e loro prerogative

Il sistema dei cambi flessibili dovrebbe permettere, allo Stato che ne applica i principi, di ottenere risultati positivi sia per quello che riguarda i propri obiettivi economici interni (pieno impiego, stabilità dei prezzi ecc.) sia per quello che riguarda l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

L'aggiustamento degli squilibri della bilancia dei pagamenti è affidato alla modificazione del tasso di cambio, da parte del mercato, in relazione alla domanda e all'offerta di moneta straniera contro moneta nazionale senza che debba aver luogo una transazione di fondi a carattere compensativo.

> "En système de taux de change flottants, sans entraves (à la Friedman) ou gérés (managed à la Meade), l'ensemble des opérations relevant de la balance des paiements (balance courante et balance des capitaux) s'équilibrent globalement et automatiquement selon les principes de la loi de l'offre et de la demande, tout au moins ex post. (...) Comme l'a fort bien montré Mundel, les mouvements de capitaux, comme le commerce de biens et services, s'ils sont déterminés par les forces du marché concourent à un équilibre automatique des balances des paiements." (1)

Si credeva, nel mondo accademico anglosassone che fosse sufficiente lasciar fluttuare le monete per far scomparire le eccedenze e i disavanzi della bilancia dei pagamenti. L'apprezzamento della moneta avrebbe eliminato le eccedenze e il deprezzamento monetario sarebbe venuto a capo dei disavanzi. Non sarebbe stato dunque più

(1) J.-L. Juvet: "La Suisse face à la crise monétaire 1973-1975", Conferenza, Edizione a cura della Société Neuchâteloise de Science économique (1975).

necessario agire sulla domanda interna. Le politiche monetarie e di bilancio non sarebbero motivate che da obiettivi interni di crescita, impiego e stabilità dei prezzi, e non più da preoccupazioni esterne di bilancia dei pagamenti.

Il meccanismo del sistema è semplice: quando il tasso di cambio è lasciato libero di variare, un eccesso d'importazioni o una uscita di capitali determinano un deprezzamento in termini di moneta estera della moneta nazionale. Il sistema può influenzare sia le transazioni commerciali con l'estero sia i movimenti di capitali. Per quello che riguarda le transazioni commerciali, il deprezzamento della moneta nazionale in relazione a quella estera favorisce le prospettive di aumento delle esportazioni e può ridurre le correnti di importazioni.
Per quello che riguarda i movimenti di capitali, l'adozione di un sistema di cambi flessibili dovrebbe rivelarsi utile per limitare il determinarsi di movimenti internazionali di capitali destabilizzanti. Il deprezzamento in termini di moneta estera, della moneta di un paese, contro la quale si sta sviluppando un movimento speculativo al ribasso, tende a limitare la conversione via l'aumento del costo.

L'adozione di cambi flessibili dovrebbe rappresentare il principio di un sistema monetario alternativo al sistema di Bretton-Woods. I tassi flessibili dovrebbero permettere, viste le loro prerogative, di superare la situazione d'instabilità dovuta all'ambiguità venuta a crearsi tra le regole in vigore e la situazione concernente i movimenti di capitale.

"Il ne faut pas se cacher qu'il existe une ambiguité quant à l'interprétation des mouvements de capitaux en système de changes fixes et surtout dans le cadre des règles de Bretton-Woods. En effet quand bien même cela n'a pas été explicitement affirmé, le FMI (Fonds Monétaire International) vise à favoriser une libération complète des opérations courantes et par conséquent, à un équilibre relatif de la balance courante; si tel est le cas, les exportations massives de capitaux ne peuvent provenir que des pays acceptant que leur monnaie devienne devise de réserve, (...) l'objectif final du FMI, comme du GATT, est l'équilibre de la balance courante, les mouvements de capitaux ne trouvant à tort ou à raison qu'une place marginale sinon équivoque dans l'optique de ces règles." (1)

I tassi flessibili dovrebbero permettere il superamento di questa situazione di ambiguità. Ma l'applicazione fruttuosa del sistema di cambi flessibili necessita la presenza di una condizione di base. Si tratta della presenza sul mercato dei cambi di una situazione di concorrenza perfetta.

L'instaurazione di cambi flessibili presuppone che il mondo sia caratterizzato dall'ipotesi della teoria quantitativa secondo la quale la moneta è automaticamente e completamente unificata nel mondo. Ma questa concezione di moneta merce il cui stock mondiale si distribuisce tra le nazioni e così facendo assorbe gli squilibri di bilancia dei pagamenti tramite i movimenti di flussi monetari da una nazione all'altra, non è conforme all'esperienza storica.

Questo approccio (approccio monetario della bilancia dei pagamenti), che è un prolungamento nell'economia internazionale della teoria monetaria neoclassica, è

(1) J.-L. Juvet: Op. cit.

fondato sulla distinzione tra equilibrio temporaneo di flussi e equilibrio completo di stocks. L'ipotesi fondamentale che da senso a questa distinzione è quella della concorrenza pura e perfetta. L'operazione della "mano invisibile" a livello mondiale assicura che i prezzi ai quali si fanno le transazioni internazionali sono ad ogni momento quelli per i quali le domande liberamente formulate di merci e di attivi finanziari internazionali sono esattamente compensate da offerte dello stesso ammontare.

Secondo questa ipotesi di un adattamento automatico dei flussi desiderati, la moneta non esercita nessun vincolo diretto sugli scambi internazionali inquanto il sistema dei rapporti di scambio è in ogni momento lo stesso come se essa non esistesse.

Questo approccio della bilancia dei pagamenti ha delle importanti conseguenze in materia di politica economica e di organizzazione del sistema di cambio. L'offerta di moneta diventa ingovernabile in presenza di un sistema di cambi fissi inquanto la domanda è sempre soddisfatta per appello all'esterno.
Per ridare alla politica monetaria il suo potere interno, è necessaria pertanto l'adozione di un sistema di cambi flessibili.

1.2. Cambi flessibili e offerta di moneta a livello internazionale

Secondo la teoria dei cambi flessibili, come già abbiamo visto, l'insieme delle operazioni assoggettate alla bilancia dei pagamenti, compresi dunque i movimenti dei capitali, sono determinati dall'offerta e dalla domanda in una situazione di concorrenza perfetta.

Il punto essenziale della critica ai tassi di cambio flessibili risiede nella non realizzazione di queste condizioni.

L'esperienza di questi anni in cui sono stati applicati i tassi flessibili ha rivelato che il concetto di tasso di cambio come prezzo liberamente fissato sul mercato, prezzo che equilibra l'offerta e la domanda di moneta è un'astrazione talmente lontana dalla realtà che non può essere adoperata per scopi operativi.

> "Les monnaies ne sont pas des marchandises comme les autres et les marchés monétaires ne disposent pas, en grande partie, pour des raisons politiques des mécanismes correcteurs assurant un fonctionnement logique. De plus, le marché des changes est un oligopole, au sens qu'il n'existe pas de concurrence au sens propre du terme. Par conséquent rien n'assure que le prix payé pour les devises soit réel, et donc capable de garantir le rééquilibre de la balance des paiements. Le bon fonctionnement et, en définitive, l'existence même de la "loi" de l'offre et de la demande sont ainsi mis en doute." (1)

Se l'offerta di moneta sul piano internazionale fino agli inizi degli anni settanta era influenzata principalmente dai tassi di crescita delle diverse economie nazionali e dall'evoluzione del grado d'integrazione dello spazio mondiale, dopo il 1973, la regolazione dell'offerta di moneta obbedisce a degli imperativi completamente differenti.

La variabile essenziale che comanda il bisogno di moneta internazionale non è più la crescita delle produzioni nazionali nè quella del grado di integrazione, ma piuttosto l'ampiezza considerabilmente aumentata del saldo delle bilance delle liquidità imputabili principalmente

(1) P.-A. Samuelson: "Le Système Monétaire International", Edizione Laffont, 1975.

alle esigenze di trasferimenti di capitali imposte ai diversi paesi (crisi energetica). Il ruolo svolto dal sistema monetario internazionale dopo il 1973 è stato quello di permettere che l'offerta di moneta internazionale si adattasse ai bisogni crescenti per quello che riguarda il suo volume totale, le sue componenti monetarie e i suoi prodotti finanziari.

> "La thèse d'un marché des changes jouant le rôle d'un mécanisme stabilisateur, longtemps approuvée par le FMI, est irrémédiablement périmée. L'importance des flux de capitaux est bien plus considérable que l'analyse économique traditionnelle et celle des marchés financiers ne sauraient le reconnaître. La force torrentielle des cascades de liquidités se déversant sur les marchés des changes trouverait sa source dans des pressions qui n'ont pas le moindre rapport avec les différentiels de taux d'inflation ou les soldes respectifs des comptes courants. Ces pressions résultent bien sûr de l'accumulation par certains pays producteurs de pétrole d'une surabondance de liquidités par rapport à leurs besoins." (1)

La quantità di moneta internazionale ha mostrato una crescita senza precedenti storici, aumento che è oggi nettamente superiore a quella delle produzioni nazionali e delle esportazioni. La moneta internazionale diventa sempre mono dipendente dagli scambi internazionali.

Nell'analisi degli elementi che determinano l'offerta di moneta sul piano internazionale, la crisi petrolifera gioca un ruolo predominante.
Il disavanzo commerciale che risulta dall'incapacità dei paesi non produttori di far fronte ai bisogni di petrolio, permette l'accumulazione di enormi bilance in un numero molto ristretto di paesi che assumono questo disavanzo e non domandano il rimborso in altri

(1) International currency review, No. 1, 1981.

beni. Per questo fatto essi aiutano a uguagliare le bilance dei pagamenti dei paesi importatori ma al prezzo di un indebitamento monetario del o dei paesi in cui essi investono i loro attivi.

1.2.1. Il dollaro - moneta internazionale

Ogni periodo di unificazione mondiale degli scambi è accompagnato necessariamente dell'emergenza di una moneta internazionale.
Nel sistema in cui viviamo, il movimento dei capitali non è altra cosa che un'operazione effettuata dal paese finanziariamente più abile in condizione di creare della moneta ad uso internazionale, questo in ragione della forza economica, della supremazia politica o di una "eredità storica".

Il livello di vita, il volume della produzione, il ruolo diretto delle grandi imprese, fa degli Stati-Uniti l'economia dominante.
La storia del dollaro-moneta internazionale diventa in seguito la storia dell'eurodollaro. Questa "moneta" sarà capace di circolare senza confiscare delle risorse nei paesi di origine e potrà persino essere fabbricata all'estero servendosi della credibilità e dell'abilità di colui che la maneggia.
Per questa ragione il movimento dei capitali perde il suo contatto, non solamente con il suo aspetto reale, ma anche con il suo aspetto geografico. Se dunque, antecedentemente agli anni sessanta il contenuto dato abitualmente al concetto di mercato internazionale della moneta corrispondeva a quello del mercato dei cambi, il formida-

bile sviluppo delle operazioni bancarie di deposito e di credito in valuta ha cambiato quèsta situazione, e oggi con il termine di mercato internazionale delle valute si intende più esattamente l'euromercato o lo xenomercato.

L'equilibrio sul mercato a contanti o a termine, vale a dire un rapporto di cambio che possa soddisfare coloro che chiedono e coloro che offrono valuta, non è indipendente dall'equilibrio sul mercato degli xenodepositi e degli xenocrediti e del mercato della base monetaria internazionale.
Dunque, il ventaglio dei rapporti di cambio, la struttura dei tassi d'interesse sulla moneta internazionale, la domanda e l'offerta di crediti in valuta, sono legati da una trama di rapporti inseparabili e che si determinano simultaneamente.

"Le marché monétaire mondial est le réseau de communications interbancaires qui supporte la circulation internationale du dollar.
Il a fait la preuve de sa grande flexibilité à absorber les perturbations monétaires, car l'absence de toute alternative présentement envisageable au rôle international du dollar empêche toute remise en cause de son fonctionnement.
Ce marché a permi de réaliser des opérations aussi diverses que les emprunts des banques américaines auprès de leurs filiales aux époques de tensions aigües du crédit aux Etats-Unis, le financement de la formation de capital des entreprises américaines à l'étranger, la substitution au crédit intérieur des nations européennes en période de restrictions du crédit, plus tardivement, le financement des énormes déficits des balances des paiements courants.

Le marché monétaire mondial est étroitement lié au système bancaire américain qui en constitue la base. Cela se traduit par la grande sensibilité du flux et du reflux de dollars à la différence des taux d'intérêts directeurs sur le marché monétaire des Etats-Unis et sur le marché

> des euro-dollars. Comme ce dernier taux est déterminant pour les mouvements de capitaux à court terme dans et hors des nations européennes, le marché monétaire mondial permet à la politique américaine d'exercer sur chaque nation européenne une influence plus puissante que celle de sa propre politique monétaire." (1)

Pur coscienti di aver imposto la loro moneta sul piano internazionale, gli Stati Uniti non hanno mai condizionato la politica monetaria interna alla situazione esterna, questo fino al 1978 (piano Carter).

Per il fatto della loro minima dipendenza dall'estero per quello che concerne il prodotto nazionale, gli Stati Uniti hanno sempre adottato delle politiche monetarie interne senza preoccuparsi delle conseguenze sul piano internazionale.

I tassi flessibili permettono agli Stati Uniti di ridare efficacità alla politica monetaria interna e li libera dunque da ogni obbligo internazionale imposto dal trattato di Bretton Woods.

La politica monetaria americana è stata fondata dallo inizio degli anni settanta su di una fluttuazione, temperata dagli interventi destinati solamente a "lisciare" le fluttuazioni erratiche del dollaro. Le autorità americane hanno trattato il problema monetario sotto l'angolo della politica commerciale. Il deprezzamento del dollaro in rapporto alle più importanti monete mondiali era un male al quale essi si rassegnavano inquanto rapportava loro dei vantaggi commerciali e un supplemento di crescita.

(1) M. Aglietta: "Rôle du dollar et hégémonie financière des Etats-Unis". Articolo, Economie et statistique, No. 97, Febbraio 1978.

1.3. La formazione dei tassi di cambio

Come possono allora formarsi i tassi di cambio ? Dire che si tratta dell'offerta e della domanda di moneta che si incontrano sul mercato dei cambi è una tautologia.

> "En 1975, quatre éléments au moins sont à même de concourir à la détermination de la valeur du dollar sur le marché des changes, surtout à l'égard d'une monnaie comme le franc suisse; c'est tout d'abord la situation économique des Etats-Unis (balance de paiements, taux d'intérêts, inflation interne, croissance, etc.); c'est ensuite le marché de l'euro-dollar qui sert de véhicule à la spéculation entre monnaies européennes, mais qui en définitive influence également la valeur du dollar; ce sont, en troisième lieu, les banques centrales européennes et du Japon qui, le cas échéant, utilisent la masse de dollars dont elles disposent en intervenant sur le marché de l'euro-dollar; c'est enfin le marché des pétro-dollars qui à eux seuls peuvent, sans référence à la position économique des Etats-Unis, venir troubler l'équilibre précaire d'une tierce monnaie. (...) en revanche la remontée du dollar au milieu de l'année 1975 répondait à une nécessité impérieuse, rapidement comprise par le Département d'Etat, dans la mesure où la menace d'utilisation des DTS comme unité de mesure de la valeur du pétrole brut par les pays de l'OPEP eût constitué une brèche dans la puissance du dollar". (1)

Queste considerazioni ci inducono a rigettare le teorie secondo le quali l'offerta e la domanda di moneta si incontrano sul mercato secondo le regole della concorrenza perfetta. In effetti possiamo affermare che oggi sempre meno contano le forze reali del mercato e sempre più prendono importanza sia le politiche che i Governi sanno suscitare, sia le forze contrattuali delle varie economie sul piano internazionale.

(1) J.-L. Juvet: Op. cit.

Sembrerebbe inoltre che nel caso di paesi in cui il mercato monetario e il mercato dei capitali siano ben sviluppati, le condizioni che prevalgono sui mercati finanziari hanno con tutta probabilità più importanza di quelle che giocano sul mercato dei beni nella determinazione dei movimenti a corto termine dei tassi di cambio.

E' dunque possibile considerare il mercato delle divise come un mercato fondato su degli attivi finanziari e di considerare il tasso di cambio tra due divise come un prezzo relativo degli attivi, prezzo che si modifica quando l'offerta e la domanda relativi degli attivi formulati in queste divise cambiano.

Come per ogni altro attivo, i tassi di rendimento corrente, i fattori di rischio e i tassi di rendimento futuro previsti sono importanti nella determinazione del prezzo corrente e quando i fattori che influenzano questi elementi fluttuano in maniera elevata, i prezzi correnti, vale a dire i tassi di cambio, ne seguono gli andamenti.

> "... des mouvements purement financiers ont acquis de nos jours une ampleur très grande, probablement même prépondérante. Ils sont essentiellement imprévisibles et souvent irrationnels; souvent aussi à sens unique, ne se compensant donc pas les uns les autres.
> Les mouvements financiers liés aux véritables investissements internationaux sont probablement les moins perturbateurs. Mais à côté d'eux, nous rencontrerons les énormes mouvements financiers reliés en premier lieu aux "leads an lags" (termaillage) des règlements financiers et donc inspirés par l'opinion que l'on se fait au sujet du cours futur de la monnaie, nationale ou étrangère, et pouvant donc en quelque sorte être qualifiés de spéculatifs. Il y a aussi des mouvements plus nettement spéculatifs, erratiques, liés aux mêmes attentes ou anticipations quant à la valeur future- proche ou lointaine- de la monnaie ..."(1)

(1) F.-A. Smets: "Le mouvement des changes", Articolo, Eurépargne, Novembre 1979.

Sembrerebbe dunque, seguendo questo ordine di pensiero, che i fattori responsabili della formazione dei tassi di cambio si possono far risalire alle offerte relative di attivi finanziari e alle anticipazioni.

E importante segnalare che la "teoria di portafoglio" ammette che il tasso di cambio può essere considerato come il prezzo relativo di attivi similari formulati in differenti monete. Come abbiamo avuto già modo di dirlo, questa posizione presuppone che il comportamento del tasso di cambio sia determinato da fattori similari a quelli che determinano la formazione del prezzo delle altre categorie di attivi.

Secondo Alexandre Swoboda (1) quattro fattori sarebbero suscettibili di provocare importanti fluttuazioni dei tassi di cambio a corto termine in un sistema di cambi fluttuanti:

Prima di tutto, e in maniera molto generale, se i prezzi che si formano sul mercato degli attivi si aggiustano, come lo si pensa comunemente, molto più velocemente che i prezzi (e le quantità) sul mercato dei beni, l'effetto dell'aggiustamento alle variazioni dell'offerta di attivi o delle anticipazioni ad esso relative si farà sentire prima di tutto sui prezzi degli attivi. Queste variazioni influenzeranno sia i tassi di cambio nominali sia i tassi di cambio reali e provocheranno quel fenomeno che viene definito "overshooting".

In secondo luogo, la mobilità del capitale unita alle anticipazioni sui tassi di cambio determina delle importanti variazioni del tasso di cambio in contanti come pure l' "overshooting".

(1) Alexandre Swoboda: "Experience of Flexible Rates of Exchange in Perspective", Articolo, Yearbook of the International Chamber of Commerce 1979.

In terzo luogo, la "teoria di portafoglio" mette l'accento sul fatto che il tasso di cambio dipende dalle condizioni alle quali il pubblico è disposto a detenere degli attivi formulati in differenti monete e dunque sarà molto sensibile ai cambiamenti delle anticipazioni che determinano in larga misura queste condizioni.

Per terminare, ogni modifica nella composizione auspicabile dei portafogli è suscettibile di provocare delle importanti fluttuazioni dei tassi di cambio, senza influenzare necessariamente in un primo stadio, i flussi dei redditi e delle spese e di conseguenza il conto delle operazioni correnti della bilancia dei pagamenti.

L'influenza delle anticipazioni concernenti il tasso di cambio o più esattamente, quella delle modificazioni delle anticipazioni concernenti il tasso di cambio, merita, in ragione dei numerosi fattori che influiscono su queste anticipazioni e in ragione dei cambiamenti frequenti ai quali questi stessi fattori sono soggetti, soprattutto in un ambiente dove l'inflazione è forte e la crescita economica irregolare, una menzione speciale.

Se i fattori che influenzano le anticipazioni concernenti i tassi di cambio sono impossibili da osservare, si sa che essi comprendono tra l'altro le politiche monetarie e di bilancio, le posizioni cicliche relative, gli squilibri delle operazioni correnti e delle operazioni commerciali, le differenze d'inflazione e la competitività relativa, le incertitudini politiche, l'intervento ufficiale sul mercato dei cambi e evidentemente le modificazioni del tasso di cambio stesso.

La ragione per la quale le modifiche delle anticipazioni hanno una così grande importanza per la variabilità del tasso di cambio, è che il tasso di cambio corrente potrebbe riflettere in forma completa tutte le informazioni disponibili al pubblico.

Sarà dunque un'informazione nuova e inattesa che spingerà gli operatori a modificare la loro valutazione del tasso di cambio futuro e dunque nello stesso tempo il tasso di cambio attuale.

1.4. L'instabilità dei tassi di cambio, i movimenti dei capitali, la liquidità internazionale e l'equilibrio della bilancia dei pagamenti

1.4.1. L'instabilità dei tassi di cambio e i movimenti dei capitali

L'aspetto indotto che caratterizza i movimenti dei capitali in regime di cambi flessibili necessita la stabilità dei tassi di cambio.
La dottrina moderna relativa ai movimenti di capitali ha abbandonato il criterio fondato sui movimenti a lungo termine e a corto termine per differenziare i movimenti autonomi da quelli indotti o compensativi e ha accettato quello fondato sulla natura intrinseca dei movimenti di capitale.
Sono così considerati AUTONOMI i movimenti di capitali che sono la causa di domanda e di offerta di moneta, INDOTTI o COMPENSATIVI quelli che sono il risultato di variazioni in altri "posti" della bilancia dei pagamenti.

I movimenti autonomi sono ex ante per loro natura e dunque motivati dalla specifica preferenza per questo tipo di operazioni; i movimenti indotti sono ex post per loro natura e dunque legati alle diverse parti della bi-

lancia dei pagamenti e in una certa qual misura passivi rispetto ad essa, il solo scopo essendo quello di mantenere stabile il tasso di cambio.

L'aspetto indotto, compensatore dei movimenti di capitali, che comprendono nella definizione moderna sia il capitale, sia l'investimento, suscita in caso d'instabilità dei tassi di cambio, dei problemi molto delicati.

Il riequilibrio automatico della bilancia dei pagamenti sarebbe in effetti messo in dubbio.

Secondo l'analisi di L. Robbins (1), l'instabilità dei tassi di cambio provoca, attraverso il movimento dei capitali speculativi, la fuga lontano dalle monete considerate come forti. Ci si trova confrontati dunque con un sistema che non ha più niente di "pulito". Questa situazione determinerà quasi certamente un controllo attraverso gli strumenti monetari e fiscali oppure con degli interventi diretti alfine di sostenere il valore esterno della moneta.

La fluttuazione dunque, invece di ridurre gli squilibri che esistono sul mercato internazionale tra monete deboli e monete forti, tende ad accentuarne le differenze.

A causa di questa situazione, le autorità monetarie che devono sostenere le monete più deboli dovranno intervenire più rigorosamente sul mercato interno. La fluttuazione, in definitiva, rischia di condurre verso delle forme di protezionismo.

(1) L. Robbins: "The International Monetary Problem", London 1972.

> "Chaque gouvernement n'attendra pas qu'un équilibre fondé sur les forces réelles apparaisse, c'est-à-dire deux ou trois ans, et sera conduit à prendre des mesures de contrôle de plus coercitives, de plus en plus arbitraires, afin que la valeur extérieure de sa monnaie soit mieux le reflet desdites forces du marché. La conclusion paradoxale à laquelle on arrive est que la survie d'un système de flottement propre ne peut être assuré que par la suppression de la liberté, ce qui est le comble pour une réponse aux problèmes monétaires internationaux considérée comme étant la plus libérale." (1)

Come abbiamo precedentemente visto, la teoria più recente spiega questi movimenti erratici e praticamente imprevedibili tramite le modifiche nei portafogli degli attivi finanziari. Attivi che possono essere considerati notevoli se si tiene conto dell'espansione del mercato internazionale dei capitali (in particolare delle liquidità delle società multinazionali e dei petrodollari) e della internalizzazione dei piazzamenti di capitali.

Il tasso di equilibrio del mercato risultante da queste modifiche del portafoglio degli attivi finanziari, non corrisponde necessariamente a quello che si dovrebbe ottenere al solo scopo di equilibrare la bilancia dei pagamenti di base, questa definita come la bilancia delle transazioni correnti più i movimenti di capitale a lungo termine.

I movimenti di capitali a corto termine in un regime di tassi fluttuanti accentuano così le fluttuazioni di cambio e sono largamente responsabili degli scarti esagerati che si producono frequentemente (overshooting).

A questo riguardo, gli squilibri persistenti delle bilance dei pagamenti di numerosi paesi, in particolare

(1) J.-L. Juvet: Op. cit.

quegli squilibri dovuti ai disavanzi petroliferi, e alle eccedenze che ne sono la controparte non fanno che aumentare la somma di questi averi, la parte più grande dei quali viene investita a corto termine sul mercato internazionale dei capitali.

Una delle principali ragioni per la quale questi movimenti di capitale a corto termine non contribuiscono a stabilire e a mantenere un equilibrio, ma hanno piuttosto la tendenza a agire sui corsi dei cambi in maniera unilaterale e sovente esagerata, è da far risalire all'utilizzazione largamente estesa del dollaro come moneta di transazione e di riserva internazionale e al movimento di diversificazione monetaria provocato dalla accumulazione di dollari e dalla diffidenza che continua a regnare in rapporto alla stabilità di questa moneta.

L'esperienza ha mostrato che il regime dei tassi di cambio fluttuanti ha tendenza, a corto termine, ad accentuare le variazioni dei cambi e ad intensificare i movimenti dei capitali a carattere speculativo o che cercano di proteggersi contro le fluttuazioni monetarie. Esso accresce inoltre la liquidità internazionale ad un ritmo molto rapido. I tassi di cambio dunque, possono essere influenzati sia da elementi psicologici e da considerazioni riguardanti la ripartizione di attivi finanziari detenuti nei portafogli, che da considerazioni economiche più fondamentali. Per queste ragioni essi potranno in determinate occasioni non più riflettere il potere d'acquisto reale delle monete interessate.

Il discorso dovrebbe a questo punto indirizzarsi verso il problema a sapere se la libera circolazione dei capitali rappresenta ancora al momento attuale un modello valido per il perseguimento dell'obbiettivo di stabilità

per quello che riguarda i flussi finanziari. Infatti, contrariamente al quadro teorico di riferimento, i movimenti internazionali dei capitali non presentano nei fatti le virtù stabilizzatrici attese dalla loro libera circolazione. La recente intensificazione di questi movimenti si oppone sempre più infatti ai principi legati alla regolazione monetaria a livello nazionale.

Queste importanti transazioni finanziarie generate, come abbiamo potuto constatare in questi ultimi tempi, da tassi d'interesse differenti sulle diverse monete (alto tasso del dollaro) sono all'origine delle pulsazioni della base monetaria delle nostre economie e provocano per questa ragione delle variazioni automatiche dei tassi d'interesse e/o dei tassi di cambio che possono scontrarsi con le politiche di regolazione a livello nazionale.

1.4.2. L'instabilità dei tassi di cambio e l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti

Malgrado le sostanziali modifiche di parità intervenute, la fluttuazione delle monete è sì riuscita a compensare in larga misura le differenze nell'evoluzione dei prezzi tra i principali paesi industrializzati, ma non ha permesso di colmare i disavanzi delle bilance dei pagamenti apparsi in questo periodo.

Si è dimostrato infatti in gran parte illusorio affidarsi unicamente agli aggiustamenti dei tassi di cambio per ristabilire l'equilibrio dei pagamenti. La fluttuazione non è stata in grado di far fronte al fallimento delle politiche economiche, finanziarie e monetarie dei singoli

paesi. In realtà, quando tutti i paesi sono in larga misura dipendenti dal commercio estero, come avviene per i paesi della Comunità europea, la svalutazione è una delle cause principali d'inflazione interna, ed in particolare di un'inflazione più elevata con i paesi con meccanismi di indicizzazione di salari e stipendi. In questi paesi si verifica una specie di circolo vizioso che ha inizio con la svalutazione da cui derivano prezzi elevati per le importazioni che fanno aumentare i prezzi e i salari interni e provocano più ampi disavanzi della bilancia dei pagamenti e quindi a una rinnovata spinta a una fluttuazione della moneta verso il basso.

Le variazioni dei tassi di cambio, anche se sono rilevanti, non sono dunque sufficienti da sole a promuovere gli aggiustamenti delle bilance dei pagamenti. Per essere effettivamente operative, le modificazioni delle posizioni concorrenziali relative dovrebbero essere molto più pronunciate di quello che non lo sono state, questo con tutte le conseguenze che ciò comporta sul piano interno delle economie considerate.
Inoltre questi aggiustamenti dovuti a delle modifiche delle posizioni concorrenziali prendono del tempo per realizzarsi. Bisogna infatti tener conto di determinati effetti perversi iniziali (curva J) delle variazioni dei cambi e questo in particolare quando sono dovuti a dei cambiamenti strutturali. A questo proposito è importante segnalare che il disavanzo petrolifero molto difficilmente potrà essere risolto con interventi di questo tipo.

D'altra parte, il sistema dei tassi di cambio flessibili contribuisce ad accentuare le tensioni inflazionistiche o deflazionistiche nei paesi in cui la moneta si deprezza o si apprezza e provoca a sua volta, in particolare a

causa del gioco delle anticipazioni, dei movimenti corrispondenti dei tassi di cambio.
I tassi di cambio fluttuanti non riducono i tassi d'inflazione, come si era sperato; essi accentuano al contrario la divergenza di questi tassi nei paesi interessati.

> "D'une façon générale, l'expérience de ces dernières années semble avoir conduit certains observateurs à douter de l'utilité des ajustements des taux de change. Il est cependant indéniable, l'expérience récente en témoigne, que les ajustements de taux de change ont véritablement un rôle à jouer mais ils ne peuvent le faire que si d'autres facteurs - en particulier les politiques économiques internes qu'il s'agisse de celle qui est menée dans chaque pays pris isolément ou de décision prises globalement par les principaux pays - agissent dans le même sens." (1)

1.5. Cambi flessibili e autonomia delle politiche monetarie

I flessibilisti sono dell'avviso che siccome i livelli dei tassi d'interesse nei paesi generalmente non coincidono, il solo mezzo efficace (a parte la creazione di meccanismi complicati di controllo dei cambi) a disposizione dei Governi per conservare la loro autonomia per quello che concerne le scelte di politica monetaria, consiste nel lasciar fluttuare liberamente i tassi di cambio.
In altre parole, se i paesi desiderano che i tassi d'interesse e l'offerta di moneta interni si sviluppino in maniera autonoma in rapporto ai tassi d'interesse e alla offerta di moneta esterne, è inevitabile che ogni paese rinunci al mantenimento del suo tasso di cambio fisso.

(1) BRI, Rapporto annuale 1979 (Banca dei Regolamenti Internazionali)

Il ritorno a una certa autonomia nella condotta delle politiche congiunturali nazionali e in particolare in quella della politica monetaria, rappresenta dunque uno dei grandi vantaggi che si attribuiscono ai tassi di cambio fluttuanti.

Le esperienze fatte dopo il 1973 invaliderebbero, almeno in parte, questo carattere benefico.

Prima di tutto, l'autonomia delle politiche nazionali sarebbe illusoria, nella misura in cui le perturbazioni si sono propagate sul piano internazionale in misura uguale o forse in forma più accentuata che sotto il regime di cambi fissi.

In secondo luogo, il margine di manovra della politica economica sembrerebbe si sia trovato ridotto invece che ampliato in seguito al passaggio ai tassi flessibili. Questa affermazione si fonda in parte sull'ipotesi di "cerchi virtuosi contro cerchi viziosi".

Nella sua versione più generale, questa ipotesi ci dice che i cambi flessibili tendono a polarizzare il mondo in due gruppi di paesi che divergono tra loro per quello che riguarda la loro evoluzione economica. I deboli diventerebbero sempre più deboli e i forti non cesserebbero di rinforzarsi. Il primo gruppo di paesi si urterebbe a un cerchio vizioso di deprezzamento, d'inflazione e di disavanzo di bilancia dei pagamenti; il secondo gruppo di paesi beneficerebbe di un circolo virtuoso di apprezzamento monetario, di stabilità dei prezzi e di eccedenza di bilancia dei pagamenti.

> "Le mécanisme sous-jacent à cette situation prend comme point de départ une dépréciation de la monnaie d'un pays, déclanchée par les anticipations d'une baisse future. Elle se fonde sur l'argument selon lequel dans une économie largement ouverte aux échanges, les prix des biens qui interviennent dans les échanges commerciaux réagissent rapidement aux variations de change: la hausse de ces prix entraîne une contraction déflationniste des encaisses réelles qui est encore plus marquée si les salaires et les prix intérieurs sont indexés.
> La stagflation apparaît. Pour parer au sous-emploi, le gouvernement peut certes essayer de dilater les agrégats monétaires, ratifiant par là l'augmentation des prix. Mais cette réaction peut conduire dans le même temps à une nouvelle dépréciation monétaire, qui alimente par conséquent un nouveau tour du cercle vicieux, et ainsi de suite." (1)

Se da una parte dunque, le economie dei paesi a moneta debole sono costrette ad introdurre delle misure di deflazione per poter garantire la solvibilità esterna dei loro paesi, a questa misura non corrisponde una gestione espansiva dell'economia da parte dei paesi a valuta forte.
Questa situazione conduce a una riduzione della dimensione del commercio intracomunitario, e attraverso la caduta di questo, a un rallentamento dell'espansione, o almeno del tasso di espansione dell'economia mondiale.

In questa situazione, le condizioni dei paesi più deboli sono ulteriormente aggravate inquanto, solamente attraverso una forte espansione della domanda aggregata dei paesi con eccedenze di bilancia commerciale sarebbe possibile riassorbire dei disavanzi di bilancia dei pagamenti.
Siccome questo non si verifica, si assiste a un aumento, da parte dei paesi più "fragili" all'introduzione di misure protezionistiche.

(1) A. Swoboda: Op. cit.

Considerando la situazione monetaria internazionale delineatasi a partire dalla fine del 1980 in poi, situazione caratterizzata dalla mobilizzazione delle gigantesche eccedenze di petrodollari incitata dai differenziali dei tassi d'interesse e dal susseguente rialzo degli stessi, alcuni autori giungono a delle conclusioni piuttosto critiche riguardo alla flessibilità dei cambi e all'autonomia della politica monetaria.

> "La flexibilité des changes ne donne aucune liberté d'action aux pays européens et ce système qui devait, en principe, permettre un ajustement en douceur revêt un caractère explosif lorsqu'il est combiné avec une masse croissante de capitaux liquides. La hausse des taux et les risques qu'elle présente pour nos économies reste un instrument de rééquilibre fragile pour le solde des paiements courants. Dans le contexte actuel, en effet, le recyclage peut ne pas se faire au profit des pays débiteurs vu l'anticipation à la baisse de leur monnaie; la dépréciation monétaire résultant de la persistance du déficit incitera les autorités à augmenter leur différentiel d'intérêt et ainsi de suite. La contradiction entre le contrôle à court terme du taux de change et le contrôle de la base monétaire ne peut être réglé que dans le cadre d'une concertation nationale". (1)

Questa concertazione, aggiungiamo noi, dovrebbe portare gli Stati europei ad assumere un atteggiamento coerente nell'intenzione di stabilire una politica comune in rapporto al problema del dollaro e a quello del finanziamento dei disavanzi dovuti alla situazione petrolifera. Come suggeriremo in seguito, sarà proprio il compito principale dello SME di fare da catalizzatore per queste proposte.

(1) Alain Buzelay: "Mouvements de capitaux à court terme et régulation monétaire: le rôle du SME." Articolo, Eurépargne, No. 7.1.81.

1.6. Conclusione: Lo SME, alternativa al sistema dei tassi di cambio flessibili

> "Les taux de changes flexibles n'ont pas tenu les promesses de leurs promoteurs, officiels et académiques. Les taux flexibles n'ont aidé ni à rétablir l'équilibre des balances des paiements, ni à résorber la récession et le chômage, ni surtout à contrôler l'inflation. Les déséquilibres de paiements, la récession, le chômage et l'inflation n'ont fait que s'aggraver d'année en année". (1)

E' con queste considerazioni che Robert Triffin fa il bilancio dell'esperienza dei tassi di cambio flessibili. L'esperienza in questo caso sembrerebbe indicare che la sola via possibile per una soluzione praticabile nel campo di una scelta di una sistema di tassi di cambio dovrebbe essere quella di tentare una via alternativa sia a quella dei cambi flessibili sia a quella dei cambi completamente fissi.

Il Sistema monetario europeo si propone quale strumento per la ricerca di questo cammino alternativo.
I fautori dello SME sono del parere che questo nuovo Sistema permetterà forse domani di riprendere i negoziati sull'indispensabile riforma del Sistema monetario internazionale, sistema che è in definitiva fallito in Giamaica col Secondo emendamento degli statuti del Fondo dove non si fa che legalizzare in maniera tardiva il ripudio generalizzato degli obblighi di Bretton-Woods senza tentare di rimpiazzarli tramite delle proposte alternative valide.
Lo SME considera l'interesse europeo per una stabilizzazione dei cambi; propone un approccio graduale sia per questa stabilizzazione (la possibilità di procedere a dei cambiamenti di parità non è esclusa) sia per quello

(1) R. Triffin: "Le désordre monétaire mondial et le nouveau SME", Articolo, Eurépargne, marzo 1979.

che concerne l'ampiezza geografica dell'accordo stesso. Unitamente a determinati strumenti particolari, quali il "nuovo meccanismo di cambio", la nuova unità di conto battezzata ECU e il sistema di crediti allargato, lo SME propone una concertazione tra "zone" di cui lo SMI ne sarebbe una.

> "La réforme que le SME préconise comporte les volets suivants: a) Le premier élément d'un retour graduel à plus de stabilité monétaire internationale consiste à créer dans le monde d'importantes zones de stabilité, au sein desquelles, grâce à des politiques économiques internes plus harmonisée, on puisse maintenir des taux de change plus stables. Au Conseil Européen de Bruxelles, la création d'une zone de stabilité monétaire européenne a été décidée; b) Le second élément consiste à tâcher de réduire au maximum les fluctuations de change entre ces trois zones (ECU, dollar, Yen) tout en assurant un niveau élevé d'activité économique, en réalisant une meilleure coordination des politiques conjoncturelles de ces trois zones, en particulier les politiques budgétaires et monétaires". (1)

(1) J. van Ypersele: "Le cadre international du Système monétaire européen", Articolo, Eurépargne, marzo 1979.

2. CRISI ENERGETICA E RICICLAGGIO DEI CAPITALI

2.1. Le modalità del riciclaggio degli introiti petroliferi

I rialzi successivi del prezzo del petrolio sopravvenuti a partire dall'ottobre 1973, sono all'origine del grande mutamento nel modo di vita dei paesi consumatori e nella evoluzione delle loro economie nazionali.

Questi rialzi hanno determinato il formarsi di disavanzi importanti per l'insieme dei paesi importatori e dunque delle eccedenze di uguale importanza presso i paesi produttori. La realtà economica ha imposto ai paesi del mondo intero di accettare l'esistenza dei disavanzi e delle eccedenze e di trattarli come un problema ineluttabile.
Mentre dunque, le discussioni concernenti la riforma del Sistema monetario internazionale (SMI) prevedevano la creazione di un meccanismo di aggiustamento simmetrico dei paesi deficitari, migliorato con l'aiuto di indicatori di riserva e da possibilità di sanzioni, questi squilibri dovuti agli aumenti del prezzo del petrolio eliminavano le possibilità di riuscita di questi pur lodevoli intenti.

La tabella della pagina seguente illustra lo sviluppo delle bilance dei pagamenti correnti nelle varie zone mondiali e all'interno delle stesse. E chiaramente visibile l'impatto delle due crisi petrolifere del 1973 e del 1979.

Bilance dei pagamenti (mia di dollari USA)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Stati Uniti	7,1	4,8	18,3	4,6	-14,1	-13,5	-0,3	0,1	6,5	11,5
Giappone	0,2	-4,7	-0,7	3,7	10,9	16,5	-8,6	-10,8	4,7	6,5
Germania	4,6	9,8	3,5	3,4	4,3	8,9	-5,8	-16,1	-7,6	2,5
Francia	-0,6	-5,9	-0,1	-6,1	-3,0	3,7	1,5	-7,4	-7,5	-8,0
Italia	-2,5	-8,7	-0,6	-2,8	2,5	6,2	5,1	-9,9	-8,0	-6,5
Gran Bretagna	-3,7	-9,7	-3,7	-2,7	-0,3	1,8	-5,0	6,6	16,2	8,5
Belgio-Lux.	1,5	-0,1	0,3	-0,4	-7,0	-0,9	-3,8	-5,2	-5,2	-4,5
Olanda	1,8	0,8	1,6	2,3	0,6	-1,4	-2,3	-2,8	3,2	7,0
Irlanda	-0,2	-0,6	0	-0,2	-0,3	-0,3	-1,6	-1,6	-2,0	-1,7
Danimarca	-0,5	-0,9	-0,5	-1,9	-1,7	-1,5	-2,8	-2,5	-1,8	-2,5
CEE	-0,4	-15,4	0,6	-8,4	-6,1	17,0	-14,2	-41,8	-15,1	-7,5
OCDE	3,0	-27,1	-0,4	-18,2	-24,8	9,0	-35,1	-76,8	-28,7	-15,5
OPEP	3,0	67,9	35,0	40,0	26,0	0	63,5	108,0	65,0	5
PVD	-9	-36,9	-45,9	-32,9	-17,0	-30,0	-38,6	-61,2	-74,5	-77,0

Fonte: Perspectives Economiques dell'OCDE: 1973,1975,1981
BRI (Banca dei Regolamenti Internazionali) : diversi bollettini

Mentre che i principi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti avevano, almeno come codice di comportamento, mantenuto fino a questo momento il loro significato, questo gigantesco disavanzo non poteva essere superato con delle misure normali, vale a dire attraverso il trasferimento di risorse reali.

Dal momento in cui si è deciso di pagare e dal momento in cui i paesi produttori di petrolio accettano di consegnare il loro prezioso carico, si vengono a creare delle eccedenze e dei rapporti da creditore a debitore. Tutti i problemi che si definiscono di riciclaggio non sono che delle modalità di pagamento.

L'accumulazione di queste enormi eccedenze finanziarie da parte dei paesi dell'OPEP, la preferenza marcata da parte degli stessi per dei piazzamenti liquidi, in particolare in dollari, come pure le evoluzioni divergenti dei saldi di bilancia corrente nel campo medesimo dei paesi importatori di petrolio, hanno lanciato una vera sfida alle istanze ufficiali abitualmente incaricate di vegliare al mantenimento degli equilibri dei pagamenti e della disciplina monetaria internazionale.

2.1.1. Il finanziamento istituzionale

Nel quadro del sistema di Bretton-Woods, un paese che aveva delle difficoltà a ricomporre l'equilibrio dei suoi pagamenti correnti poteva sollecitare l'assistenza del FMI.

A partire dal 1974, il numero dei paesi deficitari e la grandezza dei loro bisogni di finanziamento diviene tale che il concorso del fondo, secondo le procedure abituali

di prelevamento sulle parti di credito si rivelano sproporzionati con l'ampiezza dei problemi da risolvere. Alfine di far fronte, almeno ai più urgenti di questi problemi, il FMI ha immaginato nuovi tipi di prestiti per i paesi deficitari.

a. Oil facility (meccanismo petrolifero)

Si tratta di un fondo costituito presso il FMI nel 1974 con dei prestiti da parte dei paesi ricchi in valuta (in una prima fase solamente i paesi produttori di petrolio, successivamente anche i paesi industrializzati). Attraverso questo fondo questi paesi hanno effettuato dei prestiti non condizionati ai paesi la cui bilancia dei pagamenti è stata messa in difficoltà dal rincaro dei prezzi dei prodotti petroliferi. Per quello che concerne i tassi d'interesse, esso era stato fissato al 7 - 7,75 % rispettivamente nel 1974 e nel 1975. Era dunque superiore a quello delle operazioni del FMI, ma inferiore a quello che prevaleva sul mercato nello stesso periodo. Il rimborso poteva essere prorogato fino a 7 anni, con tre anni di pre-ammortizzazione. La somma minima del prelevamento era proporzionale all'aumento, in rapporto al 1972, del costo delle importazioni nette dei prodotti petroliferi e alla quota dello stato membro del FMI. Non poteva in ogni caso essere superiore al 125 % della quota stessa.

La concessione del finanziamento era subordinata, prima di tutto, come abbiamo visto sopra, all'esistenza di un disavanzo petrolifero e a un disavanzo globale di bilancia dei pagamenti; in secondo luogo era necessaria da parte dei paesi interessati, l'accettazione di cooperare con il FMI per riequilibrare i propri conti con l'estero.

Le condizioni poste dal Fondo ai membri per il prelevamento sulla "Oil facility" sono più deboli se paragonate a quelle di un normale credito "stand-by"; esse si limitano in effetti a stabilire la garanzia di non introduzione di misure commerciali di carattere restrittivo e il non impiego di svalutazioni competitive.

b. Facilità di finanziamento supplementare (Enlarged Oil facility o Witteveen facility)

Coscienti del fatto che l'insieme delle procedure fino allora adottate non era sufficiente per venire a capo di tutte le difficoltà nate dagli squilibri dei pagamenti internazionali, i dirigenti del FMI hanno introdotto questo nuovo meccanismo petrolifero.

Questa facilità di finanziamento supplementare, venne deliberata nel 1977 e denominata con il nome dell'allora direttore generale del FMI; essa entrò in funzione soltanto nel 1979 e diede origine ad un accordo tra il FMI e 13 banche centrali di altrettanti Stati membri per la contrazione di crediti per un valore di 7,8 mia di DSP.

Per l'utilizzo di questi fondi il FMI stabilisce un tasso d'interesse variabile, parallelo al tasso pagato dai titoli di Stato americani.

Lo scopo di questi finanziamenti supplementari è (1), l'aiuto ai paesi membri del Fondo che si ritrovano con un grave deficit della loro bilancia dei pagamenti in rapporto alla loro quota (2), l'aiuto a quei paesi che necessitano di un termine piuttosto lungo di aggiustamento e di somme elevate (3), l'aiuto a quei paesi che necessitano di somme che oltrepassano le normali quote

di credito. In effetti il Fondo ha la facoltà di togliere questi legami relativi alle quote di credito esistenti in tutte le altre modalità di aiuto, tramite un accordo definito col termine di "circostanza speciale". E' questa dunque la prima "facilità" la cui somma d'estrazione non sia legata a una qualunque quota di membro.

Ma il ruolo delle istituzioni internazionali nel riciclaggio delle eccedenze petrolifere è stato minimo se comparato al ruolo svolto dal sistema finanziario internazionale privato.

2.1.2. Il finanziamento tramite il sistema finanziario internazionale privato

Questo mercato comporta due compartimenti di importanza quantitativa molto differente:

- un compartimento bancario che raggruppa le attività delle banche che ricevono dei depositi e che distribuiscono dei prestiti sul mercato degli eurocrediti
- un mercato delle obbligazioni internazionali, suddiviso in un mercato delle euroobbligazioni e in diversi mercati di obbligazioni estere.

Sul piano teorico è importante notare una differenza importante tra emissioni di obbligazioni internazionali e crediti bancari.

I prestiti obbligazionari portano ad un semplice riciclaggio di capitali nel quadro di un processo di finanziamento diretto, i crediti bancari ottenuti presso delle banche che hanno ricevuto dei depositi da parte dei paesi dell'OPEP

contribuiscono essi pure al riciclaggio, questo però si somma ad una intermediazione da parte del sistema bancario stesso, destinato a avvicinare le preferenze patrimoniali, a priori inconciliabili, tra prestatori e coloro che prendono a prestito.

Il mercato internazionale dei capitali

(mia di dollari USA)

	1978	1979	1980	1981
Eurocrediti consorziati	70.2	82.8	77.4	135.5
Euroobbligazioni	14.1	18.7	24	31.6
Emissioni estere di obbligazioni	20.2	22.3	18	21.4
T o t a l e	104.5	123.6	119.4	186.5
Prestiti bancari internazionali	110.0	130.0	165.0	155.0
Prestiti in eurodivise	75.0	98.0	-	-

Fonte: Morgan Guaranty e Banca dei Regolamenti Internazionali (Rapporto 78-79-80)

L'aumento dei prezzi del petrolio ha provocato, come abbiamo avuto modo di vedere, sia un aumento dei disavanzi dei pagamenti correnti dei paesi abitualmente deficitari, sia il passaggio brutale da un equilibrio e da una eccedenza a un disavanzo.

Questa nuova situazione è stata considerata come eccezionale e soprattutto transitoria. Essa doveva durare il tempo necessario per permettere ad ogni paese, secondo le possibilità individuali, di procedere agli aggiustamenti nel settore reale, aggiustamenti necessari al trasferimento a destinazione dei paesi OPEP.

> "Finalement donc, au-delà des écarts momentanés entre déficits encourus et crédits obtenus, le marché international des capitaux apparaît bien comme le lieu d'ajustement privilégié pour des pays déficitaires qui l'ont utilisé à caractère jugé exceptionnel." (1)

La soluzione più adatta per uscire da questa situazione di disavanzo, tenuto conto degli obblighi che pesano sui paesi deficitari e della capacità del sistema finanziario internazionale privato di prendere le opportunità di profitto che gli si offrivano, consistette per i paesi in disavanzo, nell'indebitarsi in rapporto a questo sistema e a emettere delle obbligazioni internazionali.

> "Le système monétaire international a cessé d'appartenir au domaine des institutions internationales officielles. Le système des banques privées a assumé les fonctions propres à une institution officielle dotée du pouvoir de financer le déséquilibre de la balance des paiements en accordant du crédit, et de créer de la liquidité internationale." (2)

2.2. Il primo riciclaggio riuscito: 1974 - 1978

La paura sopraggiunta dopo il primo forte rialzo dei prezzi del petrolio (fra il 1973 e il 1975 i prezzi nominali del petrolio graggio aumentarono del 220 %) di trovarsi in una situazione di finanziamento impossibile dei disavanzi di bilancia dei pagamenti è stata rigettata.

(1) Jcel Métais: "Le système financier international privé dans le déséquilibre monétaire international depuis 1974", Articolo, Revue économique, Novembre 1979.

(2) G. Carli: "Pourquoi les banques sont impopulaires", Conferenza, Fondazione, Per Jacobsson, 1976.

(Fra il 1973 e il 1974 le bilance dei pagamenti correnti dei paesi industrializzati peggiorarono di circa 32 miliardi di dollari e quelle dei paesi meno sviluppati non produttori di petrolio di oltre 25 miliardi; le bilance dei paesi dell'OPEP migliorarono di oltre 60 miliardi di dollari).

Le importazioni dei paesi dell'OPEP, le politiche di frenaggio della domanda nei paesi industrializzati, le modifiche progressive dei termini dello scambio, hanno rapidamente permesso il ritorno ad un equilibrio delle bilance dei pagamenti correnti dei paesi industrializzati.

> "Le fonctionnement harmonieux du recyclage depuis 1974, grâce à l'élargissement du marché monétaire et financier international et à l'action des banques commerciales, des institutions internationales et des gouvernements, a permis aux pays excédentaires de l'OPEP de trouver pour leurs excédents financiers des emplois lucratifs et sans risque direct, tout en faisant l'économie d'une crise internationale qui ne les aurait sûrement pas épargnés.
> Quelques semaines après le premier choc pétrolier, au début de 1974, le scepticisme des observateurs était grand sur la capacité du système financier international à relever le défi du recyclage. Les résultats ont pourtant dépassé les espérances des plus optimistes, donnant ainsi raison aux experts les plus clairvoyants. A tel point qu'en 1978 le montant des excédents financiers investis de l'OPEP n'atteignait plus que 15 mia de dollars". (1)

(1) Michel Develle: "Recyclage des excédents financiers de l'OPEP en 1980 et perspectives d'avenir", Articolo, Eurépargne, Marzo 1981.

2.3. Problemi relativi al finanziamento del disavanzo di parte corrente venutosi a creare con la seconda crisi petrolifera

> "... l'excédent des paiements des pays pétroliers risque de se maintenir à un niveau élevé tant que les pays de l'OPEP à faible capacité d'absorbtion ne seront pas en mesure de dépenser leur surcroît de revenus: il ne faut donc pas s'attendre à une reprise de la croissance et à un recul spontané du chômage." (1)

La situazione economica relativa a questo secondo shock petrolifero diverge da quella in cui si era verificato il primo rialzo dei prezzi del greggio.

Se nel breve periodo la situazione sembra essere migliore, nel lungo periodo si prospettano invece alcune difficoltà assai importanti.

Per quello che riguarda la situazione di breve periodo possiamo constatare che nel 1979 i disavanzi correnti sono concentrati nei paesi valutariamente più forti come la Germania e il Giappone, che il rialzo del greggio non è stato preceduto da quel fenomeno ciclico così pronunciato come il boom inflazionistico del 1973, che la situazione congiunturale si presentava nel 1979 migliore che non negli anni 1973-74.

In effetti la correzione degli squilibri delle bilance dei pagamenti correnti è avvenuto in tempi relativamente brevi. Questo però a scapito di una situazione economica generale che è andata man mano deteriorandosi. Dopo un primo tempo in cui si era acutizzata, a causa del rialzo dei prezzi, la tensione inflazionistica mondiale, è succeduta una fase

(1) B.R.I. Rapporto annuale 1981

di contenimento del rialzo dei prezzi tramite in primo luogo delle politiche monetarie restrittive. Questo tipo di approccio ha sì permesso di contenere il problema inflazionistico, a scapito però di una ulteriore tendenza recessiva generalizzata. I problemi legati al protezionismo nascente e ai conflitti Europa-Stati Uniti relativi in modo particolare ai tessili e all'acciaio sono una conseguenza diretta di questa situazione.

Le statistiche relative alla crescita del PNL e dell' occupazione sono eloquenti in proposito.

Crescita del volume del PNL
Percentuale di variazione in rapporto al periodo preced.

	media 1969-79	1980	1981
Stati Uniti	2,9	-0,2	2,0
Giappone	5,4	4,2	2,9
Germania	3,2	1,8	-0,3
Francia	4,0	1,3	0,3
Italia	3,3	-1,8	-0,2
Gran Bretagna	2,2	1,3	-2,2
CEE	3,2	1,4	-0,5

Fonte: Perspectives Economiques dell'OCDE: 1980,1981

Disoccupazione (In percentuale della popolazione attiva)

	1978	1979	1980	1981
Stati Uniti	5,9	5,7	7,2	7,5
Giappone	2,2	2,1	2,0	2,5
Germania	3,5	3,2	3,5	4,7
Francia	5,2	5,9	6,3	7,5
Italia	7,1	7,5	7,0	10,5
Gran Bretagna	6,1	5,7	7,0	10,5
CEE	5,4	5,4	6,0	7,9

Fonte: Perspectives Economiques dell'OCDE: 1980,1981

Per il dopo secondo shock petrolifero si prospettano altre difficoltà. Esse toccano più prettamente la problematica relativa al riciclaggio dei fondi accumulati dai paesi dell'OPEP che attraverso il sistema finanziario privato permettono di finanziare gli squilibri delle bilance correnti dei paesi in via di sviluppo. Dopo questo nuovo rialzo infatti, è lecito attendersi che alcuni paesi si troveranno esposti a dei problemi difficili di finanziamento dei disavanzi di parte corrente. Il riciclaggio di un enorme volume di fondi tramite l'intermediazione degli istituti finanziari del settore privato potrebbe urtarsi a qualche limite.

> "De fait, face à des engagements internationaux déjà lourds, des perspectives pour le moins incertaines dans ce domaine et un affaiblissement de leurs structures de bilan après les poussées inflationnistes et l'excès de liquidités de ces dernières années, les banques commerciales hésitent à s'engager dans une nouvelle opération de recyclage, d'autant plus que les pressions des autorités de tutelle pour une gestion plus prudente de ce type de crédits se font de plus en plus fortes. De nombreuses banques de moyenne importance se sont d'ailleurs déjà retirées du marché, obligeant ainsi les grandes banques à absorber elles-mêmes dans certains cas les crédits consortiaux (pratique des - club loans -" (1)

L'apparizione di forti tensioni sull'euromercato non sembra escluse. Questo in ragione della configurazione di questo mercato. Esso infatti comporta le caratteristiche seguenti:

- Dato che i paesi dell'OPEP, grazie al monopolio del petrolio, hanno la tendenza a monopolizzare in egual misura l'offerta di capitali, l'approvvigionamento dell'euromercato è assicurato da un numero sempre più ristretto di deposanti.

(1) J.M. Kertudo: "Les marchés internationaux des capitaux et le nouveau recyclage pétrolier", Articolo, Banque, Luglio 1980.

- I detentori di petrodollari il cui comportamento è caratterizzato da una preferenza molto marcata per la liquidità, preferiscono mantenere una parte preponderante dei loro "piazzamenti" sottoforma di averi disponibili o realizzabili a corto termine mentre che i paesi debitori per finanziare i loro disavanzi cercano di procurarsi delle risorse a medio e a lungo termine. Questa situazione obbliga gli intermediari finanziari a proceder a una trasformazione degli scambi su larga scala, fenomeno che presenta dei rischi evidenti in caso di brusco spostamento dei depositi da una piazza finanziaria all'altra, o di passaggio da una moneta verso un'altra (i dati relativi all'impiego dei fondi da parte dei paesi dell'OPEP e per il 1980 sembrano sotto questo aspetto, per fortuna, contrapposti a quanto successo negli anni precedenti).
- Inoltre, il punto debole dell'euromercato risiede nella sua posizione creditrice che è giudicata eccessiva nei riguardi dei paesi in via di sviluppo e nei riguardi dei paesi dell'Europa dell'Est.

2.4. La necessità di un sistema internazionale valido

Il mercato internazionale privato ha permesso il finanziamento dei disavanzi delle bilance dei pagamenti consecutivi alla crisi del 1974.

La domanda che ci si deve porre ora è quella a sapere se questa situazione, che in definitiva attesta il tallone-dollaro come sistema monetario ufficiale in vigore, è effettivamente una situazione stabile.

> "La croissance des liquidités internationales a permis jusqu'à présent un financement relativement aisé des découverts massifs des balances de paiements. Le déficit de la balance de paiements USA et l'efficacité du recyclage des excédents des pays pétroliers par la voie bancaire ont facilité cette tâche aux prix bien évidemment de l'accumulation d'un endettement, parfois massif, de la part de certains pays importateurs.
> Mais l'aisance même de ces financements et l'abondance des liquidités ainsi créées ont dans de nombreux cas masqué la nécessité des ajustements et retardé leur mise en oeuvre. L'accumulation de ces liquidités est aussi un facteur propice aux déplacements de capitaux et à l'instabilité des taux de change. (1)

La stabilità di una tale situazione è l'interrogativo centrale che anima tutto il dibattito monetario di questi ultimi anni, in particolare dopo che la crescita del volume della moneta di regolamento è praticamente confuso con quello dei saldi cumulati delle bilance positive.
Gli aspetti problematici del sistema attuale concernono in definitiva l'essenza stessa del suo funzionamento, vale a dire la possibilità di costruire un sistema mondiale che si basa su un'unica moneta di regolamento sottoposta da sola a tutte le pressioni internazionali.

.4.1. La crisi del dollaro-moneta internazionale

Il ragionamento deve, a questo punto far ricorso alla problematica relativa alla necessità di una moneta internazionale.

(1) R. Triffin: "L'avvenire del sistema monetario internazionale", Articolo, Moneta e Credito, Maggio 1980.

> "Les besoins d'unité de mesure commune, l'existence d'une nation commandant à l'intégration, la nécessité espérée des placements, expliquent qu'il n'y ait jamais eu d'intégration mondiale sans monnaie(s) prévalante(s) dans des espaces plus grands que les nations. La probabilité est donc forte que prévale l'une des deux situations:
> - celle où le pays à monnaie de règlement prévalant est excédentaire
> - celle où le pays à monnaie de règlement prévalant est déficitaire" (1)

Per un fatto curioso le due situazioni sono ugualmente possibili e ugualmente compatibili con l'esistenza di un sistema monetario internazionale stabile. Esse implicano dei modi di funzionamento differenti, modi che testimoniano ciò nonostante una strategia economica quasi opposta.

I due grandi periodi di stabilità monetaria nella storia del capitalismo da un secolo a questa parte sono state quelle del tallone-sterlina e del tallone-dollaro. Essi obbediscono a delle strutture d'ordine opposto.

La prima situazione ha per lungo tempo presieduto all'integrazione mondiale. Essa è quella di un XIX° secolo che termina nel 1914, animato da un'economia inglese la cui strategia fu nello stesso tempo di dominazione, di espansione e di richiamo verso le attività finanziarie. La stabilità di un tale sistema suppone in effetti che l'offerta di moneta di regolamento sia assicurata dalla nazione eccedentaria tramite una ridistribuzione alle nazioni deficitarie, sotto forme diverse, ma prima di tutto tramite l'investimento di quello di cui esse necessitano.

(1) Alain Cotta: "Les problèmes financiers de l'économie mondiale" Articolo, Revue Economique, novembre 1978.

Si tratta dunque di un sistema corrispondente a una dominazione legata all'espansione, o se si preferisce, altruista, in quanto essa provoca la crescita delle nazioni deficitarie e specializzando la nazione dominante nelle attività finanziarie, di cui Londra, un secolo dopo usufruisce ancora dei vantaggi.

Sotto il regime del tallone-dollaro, seconda situazione, la struttura dei pagamenti internazionali è totalmente differente da quella che prevaleva prima del 1914. Invece della ridistribuzione del risparmio di un paese strutturalmente eccedentario, la moneta internazionale è fondata tramite l'emissione in direzione dell'estero del debito dell'economia americana. Questo debito deve necessariamente subire un processo di ritorno secondo un concatenamento monetario che costituisce il circuito internazionale del dollaro.

> "Au lieu d'une hiérarchie de marchés financiers nationaux sensibles aux impulsions de Londres, le circuit international du dollar a engendré un marché apatride et incontrôlé qui prolonge et unifie les marchés monétaires nationaux élargissant les possibilités d'acquisition des liquidités internationales et relâchant les liens qu'elles entretiennent avec les échanges commerciaux." (1)

(1) M. Aglietta: "La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique", Articolo, Revue économique, settembre 1979.

2.4.2. Caratteristiche di una moneta internazionale fondata su di un disavanzo

> "Le principe d'une monnaie clé émise par un pays en déficit est que le financement du déficit se boucle sur la dette internationale du pays émetteur et que cette dette est la source principale sinon exclusive de la création de liquidités internationales nécessaires au financement du commerce mondial." (1)

La moneta internazionale fondata su di un disavanzo, deve possedere le condizioni legate al buon funzionamento di ogni moneta affinché un ordine monetario possa perdurare. L'assenza di alternative, che fa del resto del mondo, un creditore forzato degli Stati Uniti, non può essere infatti considerata come una garanzia sufficiente di stabilità per il circuito internazionale del dollaro. Ci vogliono delle condizioni molto più severe che permettano di riassumere la confidenza nel potere di acquisto universale del dollaro, senza il quale l'economia americana non può continuare ad esercitare un'attrattiva sufficiente sugli agenti privati non residenti.

Secondo M. Aglietta (2), una moneta internazionale fondata su di un paese in disavanzo deve rispecchiare delle condizioni particolari:

- Tramite il loro dominio tecnologico e il loro ruolo pilota nello sviluppo del consumo di massa, i produttori americani offrono al resto del mondo delle merci di cui non può farne a meno e che non si possono acquistare altrove;

(1) A. Cotta: "Les problèmes financiers de l'économie mondiale", Articolo, Revue économique, novembre 1978.

(2) M. Aglietta: Op. cit.

- Tramite una compressione permanente dei loro costi, gli Stati Uniti possono vendere più all'estero di quello che acquistano, di modo che la loro bilancia commerciale fa da contrappeso ai trasferimenti netti di capitale a lungo termine;

- Il sistema finanziario americano è in grado, sia direttamente sia indirettamente, tramite l'intermediazione degli euromercati, di fissare durevolmente gli attivi liquidi in dollari detenuti dai non residenti in quanto la loro inflazione è inferiore a quella degli altri paesi, e in quanto i rendimenti reali e la sicurezza dei piazzamenti sono maggiori.

2.4.3. Il mercato dell'eurodollaro, un aspetto della dominazione americana

Tra le transazioni internazionali degli Stati Uniti e il sistema dell'eurodollaro esiste un rapporto d'interdipendenza.

Un aspetto interessante di questa interdipendenza è la costatazione che il sistema dell'eurodollaro ha influenzato il movimento dei saldi della bilancia dei pagamenti americana. L'esame di questa influenza mette in luce quale è stata l'utilizzazione del mercato dell'eurodollaro da parte degli Stati Uniti.

Prima di tutto, il facile accesso ai fondi in dollari da parte degli operatori commerciali americani ha mantenuto elevate le correnti di importazioni anche quando l'appoverimento massiccio delle riserve d'oro degli Stati Uniti avrebbe dovuto determinare l'adozione di politiche valutarie e doganali restrittive. La presenza

del mercato dell'eurodollaro sembra aver dunque contribuito ad aggravare lo squilibrio del saldo fondamentale della bilancia dei pagamenti americana in ragione del riflesso negativo che esso ha esercitato sulla componente commerciale della bilancia stessa.

In secondo luogo, possiamo constatare che un'altra strada attraverso la quale l'indebitamento presso le eurobanche può comportare un aggravamento più o meno importante dei conti con l'estero degli Stati Uniti è quello degli investimenti direttamente produttivi nei paesi terzi.
Anche se i prestiti contrattati dalle imprese multinazionali americane, prestiti che servono per alimentare i loro investimenti all'estero hanno sovente assunto la forma di emissioni di obbligazioni sui diversi mercati finanziari esteri, è possibile valutare una massa considerevole di operazioni di rastrellamanto di fondi direttamente sui mercati degli eurodollari e delle euro-obbligazioni. L'adozione di impegni a medio o corto termine, vis-à-vis dei titolari stranieri di fondi espressi in dollari ha interessato la bilancia dei pagamenti americana nel senso che ha aggravato il saldo fondamentale o il saldo sulla base della liquidità netta. Sotto questo profilo possiamo affermare che la struttura finanziaria americana ha operato come una banca che si indebita a corto termine per investire a lungo termine ma che non ha saputo salvaguardare in maniera sufficientemente valida l'obbligo di mantenere un equilibrio esterno.

Una terza componente del disavanzo dei conti esterni degli Stati Uniti è rappresentato dalla presenza di un differenziale nei tassi d'interesse tra il mercato americano e il mercato degli eurodollari. Il tasso

sistematicamente più elevato pagato dalle eurobanche ha alimentato una corrente di esportazioni di capitali monetari americani, elemento che ha aggravato il saldo della bilancia dei pagamenti sulla base della liquidità netta.

Questi meccanismi ci permettono di affermare che la presenza del sistema dell'eurodollaro ha permesso agli Stati Uniti di finanziare il loro disavanzo aumentando le passività private verso l'estero molto più facilmente di quello che si sarebbe potuto verificare senza di essi. Questo fatto ha avuto come conseguenza che le passività ufficiali verso il resto del mondo hanno avuto un tasso di aumento nettamente inferiore.

Il saldo sulla base delle transazioni ufficiali è stato contenuto per il fatto che le autorità centrali dei paesi europei hanno impiegato una parte importante dell riserve ufficiali in piazzamenti sul mercato dell'eurodollaro. Durante gli anni sessanta questa opzione è stata esercitata sempre con maggior frequenza (di solito attraverso l'intermediazione della BRI) permettendo così la riduzione del disavanzo concernente le transazioni ufficiali.

1.4.4. Il dollaro-moneta internazionale, il mercato dell'eurodollaro e la necessità per gli Stati Uniti di una bilancia attiva

Il sistema monetario americano è stato dunque il rubinetto del mercato dell'eurodollaro. Essi hanno abbeverato questo mercato a seconda dei loro bisogni. Fino a quando gli Stati Uniti hanno avuto una bilancia commerciale favorevole, questo indicava che la loro capacità competitiva in termini reali era favorevole.

In queste condizioni, un finanziamento esterno di operazioni internazionali può spiegarsi a livello di teoria generale. Se infatti gli Stati Uniti prestano sul mercato dell'eurodollaro (prestiti che sono destinati a favorire il commercio internazionale) nello stesso tempo essi hanno un diritto di ritiro. Possiamo dunque affermare che esiste un equilibrio tra il corto e il lungo termine tra questi due tipi di operazioni. Il dollaro veniva a sostituirsi all'assenza di una moneta internazionale.

Per far sì che il dollaro possa mantenere questa posizione di moneta internazionale, è necessario che sul piano delle relazioni tra flussi reali tra gli Stati Uniti e il resto del mondo ci sia uno stretto equilibrio, vale a dire che la capacità competitiva, dunque il valore reale del dollaro sul piano internazionale, non sia messa in discussione.

Ma a partire dal momento in cui la credibilità del dollaro è stata messa in questione (fine anni sessanta)a causa della si tuazione sia della bilancia commerciale che di quella corrent degli Stati Uniti, esso non poteva più essere considerato la moneta internazionale inquanto non si sapeva ormai più che co rappresentasse in flussi reali. A partire dal momento in cui questo interrogativo è stato posto, il mercato dell'eurodollaro è diventato demente. Una speculazione contro il dollaro si è innestata, speculazione che si è innestata in un terreno molto fertile, vale a dire in una situazione di "flooting pulito" almeno fino al 1975.

In questa situazione di flooting, il dollaro doveva necessariamente precipitare, e in un sistema "oligopolistico in guerra" com'era il sistema in quel momento, questa situazione doveva generare un movimento di diversificazione che rischiava di distruggere i tentativi europei di instaurare un minimo di coesione monetaria. In effetti, in una situazione caratterizzata da una evidente differenza tra la solidità delle varie monete europee, l'intrusione del dollaro rischiava di far saltare il sistema.

2.4.5. Crisi del dollaro-moneta internazionale e conseguenze per l'Europa

Se la fiducia nel dollaro viene a mancare, sia il settore privato come quello pubblico sono portati a rivedere le loro politiche d'investimento e ad allontanarsi dal dollaro a profitto di monete che si pensa posseggano un potere d'acquisto futuro più stabile.

L'instabilità del dollaro che si è verificata all'inizio degli anni settanta deve essere posta nel contesto di una evoluzione monetaria divergente tra i paesi industrializzati, particolarmente quelli europei.

Il motivo fondamentale per il quale l'Europa deve subire questa situazione è legato principalmente al fatto che esistevano, e esistono tuttora in Europa delle differenze notevoli per quel che riguarda in particolare i tassi di crescita delle disponibilità monetarie (M 1) e l'evoluzione dell'inflazione nei vari paesi del nostro continente.

In un contesto del genere, la crisi del dollaro divanta dunque un problema europeo. La maggior parte delle crisi del dollaro portano dunque non soltanto a delle pressioni sul mercato dei cambi europei, ma anche e soprattutto a delle forti variazioni dei tassi di cambio tra le monete europee causati prima di tutto dall'ampiezza degli scarti inflazionistici o di anticipazione all'interno dell'Europa.

Ogni crisi del dollaro comporta una conversione di averi stilati in dollari che vengono convertiti in una o più monete giudicate meno instabili delle altre. Questo fenomeno contribuisce all'apparizione di un forte scarto tra i tassi di cambio delle monete europee.

> "Dans chaque phase où le mouvement est polarisé par l'attitude des opérateurs à l'égard du dollar, l'appréciation ou la dépréciation générale des monnaies des principaux pays industrialisés subissent l'impulsion avec une intensité différente. (...) Il semble en particulier que les rapports monétaires réciproques entre les économies européennes subissent l'influence prépondérante des flux de monnaie internationale beaucoup plus de leurs propres déterminants structurels." (1)

2.4.6. Ritorno alla coerenza nella politica monetaria americana ?

E' importante citare a questo punto un certo cambiamento nell'atteggiamento da parte delle autorità americane vis-à-vis dei problemi esterni.

Gli Stati Uniti infatti non si sono mai preoccupati della situazione monetaria esterna, fino a quando la stessa non si è ripercossa sulla loro economia dei forti tassi d'inflazione importati.

A partire dal 1978 (plan Carter) gli Stati Uniti hanno adottato un'atteggiamento più coerente tra politica interna

(1) M. Aglietta: "Rôle du dollar et hégémonie financière des Etats-Unis", op. cit.

e politica estera.

Confrontati con un deprezzamento accellerato dalla loro moneta, gli Stati Uniti decidono di intervenire per mezzo di interventi sul mercato dei cambi. Non disponendo di riserve di divise, la FED ha impiegato il sistema degli "accordi Swap".

Tramite questi accordi, le Banche centrali del Giappone, della Germania e della Svizzera acquistano dollari in contanti, contro rispettivamente Jen, DM e franchi svizzeri. Essi rivenderanno in seguito questi stessi dollari contro la loro moneta, ma a termine. Questo procedimento permette alla FED di entrare in possesso di crediti in divise forti, crediti utilizzabili per sostenere il corso del dollaro. La messa in esecuzione di questi contratti ha così permesso gli interventi di sostegno necessari del dollaro sul mercato dei cambi. La caduta del dollaro si è arrestata e si è potuto osservare un apprezzamento del corso del dollaro.

> "Quelques mos d'expérience de gestion collective des taux de change semblent donc donner raison aux banques centrales qui ont accepté de s'engager dans cette nouvelle voie: le FED américain, la Bundesbank allemande et la Banque nationale suisse peuvent falre valoir une année complète de succès, dans la mesure où le dollar, le DM et le franc retrouvent, en fin d'année, les cours qui étaient à peu près les leurs au premier janvier 1979. Succès fragile cependant: la coordination des politiques d'intervention sur les marchés des changes n'a réussi à atteindre son objectif que grâce à la conjonction de deux facteurs exceptionnels, le resserrement brutal de la politique intérieure américaine d'une part, le renversement de la position extérieure allemande et le "laxisme" monétaire helvétique d'autre part.
>
> S'agissant des Etats-Unis, on peut craindre que le ralentissement de l'activité et l'augmentation du chômage qui l'accompagnera fatalement n'induisent, en pleine période électorale, un retour progressif à une politique économique plus expansive, encouragée par la perspective d'un redressement de la balance des opérations courantes pour 1980. Si cette crainte se trouvait confirmée, il n'est pas exclu que les détenteurs d'avoirs à court terme en dollars, face

> à un relâchement de la tension sur les taux d'intérêt, à la persistance de l'inflation et au renchérissement des importations de pétrole, cherchent à nouveau à quitter la monnaie américaine pour se tourner vers les monnaies dites fortes." (1)

E' difficile affermare se il nuovo atteggiamento americano è stato dettato da esigenze interne o esterne. L'inflazione dovuta all'aumento dei prezzi del petrolio, e la paura che il dollaro potesse perdere il suo ruolo di moneta internazionale hanno senza dubbio giocato un ruolo importante.

Nel 1975 gli americani si erano già dati la pena di difendere il tasso di cambio del dollaro per quest'ultima ragione:

> "(...) la remontée du dollar au milieu de l'année 1975 répondait à une nécessité impérieuse, rapidement comprise par le Département d'Etat, dans la mesure où la menace d'utilisation des droits de tirages spéciaux comme unité de mesure de la valeur du pétrole brut par les pays de l'OPEP ait constitué une brèche dans la puissance du dollar."(2)

In una dichiarazione dell'allora ministro del tesoro W. Miller si può verificare quale sia stato in questo periodo l'atteggiamento degli Stati Uniti verso la loro moneta.

> Intéressant pour pouvoir comprendre l'attitude des Etats-Unis à l'égard du dollar, est la considération de W. Miller, ministre du trésor américain, considération intitulée: "Notre stratégie pour le dollar"
>
> "En venant au secteur international, un dollar sain et stable est indispensable si nous voulons atteindre la stabilité des prix dans notre économie nationale. Un dollar en pente augmente les prix que les consommateurs payent pour les importations nécessaires et contribue à faire monter les prix sur les marchés internes.

(1) M. Si.: (Journal de Genève) "Marché des changes, la stabilité demeure fragile et menacée", 3 gennaio 1980.

(2) J.-L. Juvet: Op. cit.

La valeur d'échange internationale du dollar est négativement influencée par deux facteurs fondamentaux : le différentiel d'inflation avec les autres pays et les déficits de notre balance des paiements.
La position de la balance commerciale des Etats-Unis a été fortement compromise par les prix mondiaux du pétrole qui ont décuplés à partir de 1974." (1)

Gli ultimi avvenimenti mostrano come purtroppo gli Stati Uniti abbiano scelto di nuovo di dare assoluta priorità alla politica interna senza badare alle ripercussioni esterne (ci riferiamo in particolare all'Europa) delle loro scelte economiche.

Due sono gli atteggiamenti che ci segnalano questo ritorno ad atteggiamenti che per un breve periodo erano stati accantonati:

Prima di tutto il rialzo indiscriminato dei tassi d'interesse sul dollaro senza preoccupazione alcuna per quello che riguarda le conseguenze esterne. Conseguenze esterne che per l'Europa significano deflazione e disoccupazione. Questa situazione porta con se il pericolo latente di nuove pratiche protezionistiche.

In secondo luogo il ritorno al "laisser faire" sul piano monetario con la dichiarazione di Donald Regan dell'aprile di quest'anno.

Ai miei genitori,
a mia moglie

2.5. Conclusione: Le crisi petrolifere, il riciclaggio dei capitali, il problema del dollaro quale unica moneta internazionale. Lo SME soluzione alternativa ?

La situazione attuale di crisi internazionale ha delle cause complesse ma ben individuabili.
Il tentativo di riportare in equilibrio le bilance correnti, ha portato a un risparmismo generalizzato con intonazioni che vanno fino all'introduzione di pratiche protezionistiche.
Il tentativo parallelo di frenare gli impulsi inflazionistici, ha portato a una politica monetaria restrittiva che ha avuto come normale conseguenza il rialzo del prezzo del denaro con enormi conseguenze per le industrie in generale.
Il mercato monetario e dei capitali, con alla base una unica moneta di riferimento e usufruendo di una totale libertà di movimenti, ha provveduto a portare incertezza sul fronte dei tassi di cambio. Sotto l'influsso di movimenti dei tassi d'interessi enormi quantità di denaro si muovono portando scompiglio nelle relazioni monetarie internazionali, contribuendo così a frenare le relazioni commerciali internazionali.

Lo SME potrebbe essere visto come strumento capace di intervenire alla base di quelle che sono le odierne difficoltà economiche internazionali. Esso potrebbe essere in grado di proporre soluzioni alternative.
Lo SME potrebbe,per esempio, proporsi come zona di riciclaggio dei capitali a livello regionale e in un secondo tempo, tramite la sua moneta, l'ECU, contribuire con le altre zone industrializzate al riciclaggio dei capitali per quel che concerne i paesi in via di sviluppo. L'introduzione della sua moneta sul piano internazionale porterebbe di con-

seguenza all'inserimento nel mercato monetario de dei capitali di un'alternativa alla presenza di un unica moneta internazionale. Lo SME propone una soluzione regionale a questo problema. Esso propone una soluzione alternativa (ECU e dollaro - insieme) che permette di evitare, in caso di crisi, che ci sia una sola moneta messa sotto pressione che possa trascinare le altre in un fallimento del sistema internazionale.

Lo SME diventa dunque un elemento di messa in questione del dollaro come unica moneta internazionale.

Questa posizione dello SME in rapporto ai problemi del sistema monetario internazionale è stata sostenuta da Robert Triffin in una riunione di esperti finanziari a Dubrovnik nel giugno del 1980. In questa occasione Triffin sottolineava che una delle soluzioni per uscire dalla crisi internazionale era che lo SME e la sua moneta ECU rimpiazzassero almeno in parte il dollaro come moneta internazionale. Egli si pronunciava in quell'occasione per un orientamento che prevedesse la creazione di zone monetarie regionali, zone che avrebbero dovuto avviare un positivo processo di diversificazione in rapporto al dollaro rappresentando un'attrattiva per i detentori di capitali.

SECONDA PARTE

Lo SME: origini e caratteristiche tecniche

LO SME : SOLUZIONE SULLA STRADA DELLE UNIONI REGIONALI

1. I primi tentativi di soluzioni regionali

1.1. L'Unione Europea dei Pagamenti (UEP)

Alla fine dell'ultimo conflitto mondiale, uno dei primi problemi che dovette essere affrontato alfine di ricreare l'unità del mercato mondiale concerneva il meccanismo dei pagamenti tra i paesi.

L'assenza di convertibilità tra le monete obbligava ogni paese a bilanciare strettamente gli scambi su di una base bilaterale, contribuendo così a frenare gli scambi internazionali. Si trattava in definitiva di rendere più scorrevoli i pagamenti tra i paesi come premessa per una ripresa degli scambi e per l'abolizione della struttura protezionistica ereditata dal passato. Divenne subito chiaro infatti che questi accordi bilaterali impedivano sia la ripresa economica europea - in quanto proteggevano in misura troppo forte i mercati nazionali dalla concorrenza estera - sia il funzionamento delle "regole del gioco" secondo le quali le condizioni di equilibrio o di squilibrio dovevano influenzare le condizioni economiche interne dei paesi in questione.

Nel 1950 una soluzione al problema fu tentata approffittando degli aiuti del piano ERP (European Recovery Program). Questo tentativo segnò la nascita dell'Unione Europea dei Pagamenti. I paesi europei concordarono di utilizzare parte dei fondi del piano Marshall alfine di regolare i saldi della bilancia commerciale derivanti dagli scambi intraeuropei. Nel quadro dell'OECE, che utilizzava questi fondi per accelerare la ricostruzione dei paesi dell'Europa occidentale, gli aiuti del piano ERP affluirono così all'UEP

sottoforma di un fondo di dotazione iniziale di 350 milioni di dollari. Gli accordi multilaterali di compensazione a livello europeo furono facilitati da questa iniezione di fondi.

L'Unione Europea dei Pagamenti può essere considerata uno strumento di portata regionale che permette di assicurare una piena partecipazione dei paesi europei a economia di mercato, al funzionamento del sistema creato a Bretton Woods del 1944. In effetti l'UEP mette semplicemente in pratica l'idea che l'integrazione regionale sia la via più efficace da seguire per giungere ad una totale integrazione internazionale basata su degli scambi multilaterali liberi e sulla piena convertibilità delle monete.

Il funzionamento dell'UEP si fondava su due meccanismi distinti e complementari. In base al primo meccanismo - compensazione multilaterale dei saldi - i rapporti di credito e di debito tra i paesi si compensano reciprocamente ogni mese, fino a mettere in luce un saldo positivo o negativo per ogni paese in rapporto all'UEP.

Il secondo meccanismo era rappresentato dalla concessione automatica di crediti; una parte dei saldi netti doveva essere regolata in oro, in dollari o in altre monete forti, mentre che il resto doveva essere coperto attraverso l'apertura di un rapporto di credito in rapporto all'Unione.

In caso di saldi debitori di un paese, la proporzione dei pagamenti in oro e in monete forti veniva aumentata in rapporto alla crescita del disavanzo globale verso l'UEP.

Le regole di funzionamento dell'UEP permettevano di raggiungere tre obiettivi:

- La concessione automatica di credito permetteva di superare le difficoltà temporanee della bilancia dei pagamenti eventualmente provocate dalla liberazione progressiva degli scambi;

- Il meccanismo della compensazione multilaterale riduceva della metà i mezzi di pagamento altrimenti necessari per regolare i rapporti di credito e di debito dei paesi partecipanti all'accordo;

- L'aumento delle quote dei versamenti in oro e in monete forti costituiva una proroga all'aggravamento della posizione debitrice verso l'UEP e rappresentava un incitamento all'adozione di politiche di riequilibrio, nell'intento di rimettere in esto la posizione dei conti con l'estero dei paesi deficitari.

Un aspetto particolarmente interessante e che deve essere sottolineato concerne la moneta di conto utilizzata dallo UEP, vale a dire la misura monetaria comune nella quale erano espressi tutti i rapporti centrati sull'Unione. Anche in avvenire, tutte le volte che i paesi della Comunità europea avranno bisogni di definire in maniera uniforme valori e grandezze economiche di interesse comune, faranno ricorso a una moneta fittizia che possa operare quale unità di conto. Un fatto assai significativo di questo periodo è che la misura monetaria scelta, denominata EPUNIT, aveva un contenuto aureo esattamente identico a quello del dollaro degli Stati Uniti. Quella che può essere considerata la prima moneta europea, denunciava dunque una posizione di subordinazione dei paesi europei all'interno del sistema degli scambi e dei pagamenti internazionali.

Da queste considerazioni si può concludere che l'UEP non può essere analizzata facendo astrazione da determinati elementi quali, prima di tutto, l'esistenza sia del Piano Marshall e dell'OECE. Inoltre, l'UEP non ha dovuto affrontare i problemi dei rapporti con il resto del mondo in quanto questi avevano già trovato una soluzione adeguata. L'UEP è nata nel quadro dell'ordine monetario fondato a Bretton-Woods e non ha mai avuto ambizioni di essere il centro di un nuovo sistema monetario che potesse rimpiazzare il "tallone di cambio-oro".

L'UEP ha potuto essere organizzata e ha potuto adempiere la funzione alla quale era stata destinata anche perché nel periodo storico in cui essa ha funzionato, la convergenza degli interessi più profondi dei paesi europei rendeva possibile la conclusione di accordi monetari su di una base multilaterale e la creazione di una unità di conto, anche se, come abbiamo visto, necessariamente subordinata al dollaro. L'UEP è stata dunque una proposta che potenzialmente era indirizzata verso una soluzione regionale alfine di risolvere le difficoltà del momento legate al ristabilimento delle relazioni internazionali. I problemi che essa ha dovuto affrontare sono stati risolti in modo tale che determinati suggerimenti avanzati allora assumono ancora oggi un interesse particolare.

Nell'insieme, malgrado certe difficoltà di funzionamento legate soprattutto all'esistenza di squilibri commerciali in rapporto con paesi esterni all'Unione, l'UEP ha raggiunto gli scopi per i quali era stata costruita. Essa fu dissolta nel 1958.

.1.2. L'Accordo Monetario Europeo (AME); la riduzione dei rischi di cambio all'interno dell'Europa

In concomitanza con la cessazione dell'UEP, entrava in vigore l'Accordo Monetario Europeo (AME) stipulato qualche anno prima in previsione del momento in cui le migliori condizioni economiche avrebbero consentito ai paesi dell'Europa occidentale di accettare la convertibilità delle loro monete, almeno di fatto, vale a dire accogliere le domande di conversione di queste ultime in dollari e in altre monete.

L'AME si distingueva nettamente dall'istituzione che sostituiva per il fatto che a differenza dell'UEP essa non si basava su di un sistema flessibile di regolamenti fondati sulla concezione di crediti, ma dava luogo semplicemente a uno schema integrativo di regolamenti dei pagamenti fondato sulla cooperazione e l'assistenza finanziaria reciproca delle banche centrali dei paesi interessati.

Il funzionamento dell'AME era fondato su due istituti principali:

- Il fondo europeo dotato di un capitale costituito dagli apporti dei paesi membri e dalle risorse provenienti dalla liquidazione dell'UEP, aveva il compito di fornire dei crediti a breve scadenza ai paesi debitori allo scopo di aiutarli a superare le difficoltà temporane della bilancia dei pagamenti;

- Un sistema multilaterale dei regolamenti che constituiva un accordo di compensazione similare a quello dell'UEP.

Sulla base delle regole dell'AME, i paesi partecipanti si impegnavano a mantenere il tasso di cambio delle loro monete nei limiti prefissati rispetto alla parità ufficiale nei confronti del dollaro. Questa disposizione, che aveva lo scopo di ridurre il rischio di cambio nelle transazioni monetarie all'interno della area coperta dall'accordo in questione fu generalmente interpretata in maniera più restrittiva di quello che avveniva all'interno degli accordi del Fondo monetario internazionale. Mentre che il Fondo ammetteva un margine di oscillazione del tasso di cambio dell' 1 % in più e in meno in rapporto alla parità dichiarata, una grande parte dei paesi europei adottava un limite di variazione che si situava attorno allo 0,75 %.

L'AME prevedeva infine l'impiego di una unità di conto simile a quella utilizzata nel quadro degli accordi dell'UEP, vale a dire una unità fittizia dotata di uno stesso contenuto in oro del dollaro. L'AME ha avuto una funzione molto meno importante di quella esercitata dall'UEP. Bisogna ad ogni modo sottolineare che nel quadro di queste regole di funzionamento, i paesi europei, avendo unite le loro monete con dei legami più rigidi di quelli adottati dalla generalità dei paesi membri del FMI, avevano potuto ridurre al minimo i rischi di cambio nelle loro transazioni reciproche, favorendo così l'espansione dei traffici e delle attività nel quadro europeo e specialmente all'interno del Mercato Comune.

Alla fine del 1972 l'AME fu dissolta, vittima essa pure della crisi che scuoteva in quegli anni il sistema monetario internazionale.

1.2. La degradazione della situazione internazionale alla base dei tentativi per la creazione di una zona monetaria europea

Il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti che non aveva preoccupato durante il periodo 1950-1960 in quanto appariva come il mezzo per assicurare una necessaria redistribuzione delle riserve internazionali, apparve in questo periodo una minaccia per il buon funzionamento del Sistema monetario internazionale. Dopo il 1960 il problema del dollaro non ha cessato di essere di attualità. Esso concerneva infatti la moneta che aveva giocato dal 1945 in avanti un ruolo centrale nel sistema dei pagamenti internazionali. Il problema del dollaro toccava tutti i paesi che formulavano in dollari la maggiorparte dei loro contratti commerciali, che si procuravano, tramite dei prestiti in dollari, delle risorse di finanziamento a lungo e a corto termine in dollari, che utilizzavano il dollaro come moneta d'intervento sul mercato dei cambi, e che detenevano in dollari una importante frazione di loro riserve.

Ma la crisi del dollaro è anche un problema specificatamente europeo, e più particolarmente per i paesi che avevano intrapreso la costruzione della Comunità economica europea. Questi paesi che avevano potuto rinnovare rapidamente le loro economie e rafforzare la loro moneta grazie all'aiuto degli Stati Uniti come pure grazie ai propri sacrifici, accumulavano in maniera crescente dollari nelle riserve delle proprie banche centrali nello stesso momento in cui gli investimenti diretti americani si effettuavano nell'area del Mercato Comune.

L'ordine realizzato agli inizi degli anni cinquanta portava dunque in sè i germi della crisi. La caratteristica fondamentale del Sistema monetario internazionale

consisteva in effetti nell'impiego del dollaro vicino all'oro come mezzo di pagamento internazionale. Per far sì che un sistema di questo genere potesse funzionare, due condizioni importanti dovevano essere soddisfatte:

- In primo luogo era necessario che la fiducia nel dollaro rimanesse intatta e dunque che le banche centrali accettassero di accumulare una parte crescente delle loro riserve internazionali sottoforma di dollari;

- In secondo luogo era necessario che la quantità dei dollari accumulati come mezzo di pagamento e di riserva fosse sufficiente per soddisfare i bisogni di liquidità internazionale.

Per garantire un livello di liquidità internazionale, gli Stati Uniti dovevano mantenere un disavanzo permanente della loro bilancia dei pagamenti. L'accumulazione dei disavanzi provocava tuttavia inevitabilmente un depauperamento delle riserve di oro e accresceva i debiti a vista degli Stati Uniti e dunque alimentava le paure relative alla stabilità del dollaro.

Nella ricerca di una soluzione che permettasse di superare la crisi del Sistema monetario internazionale, numerose tesi opposte sono state sostenute nei quindici ultimi anni. Malgrado la loro diversità esse possono essere ricondotte a quattro gruppi fondamentali rappresentati rispettivamente da proposte miranti a:

- consolidare il sistema monetario in vigore,

- rivalutare l'utilizzazione dell'oro come mezzo di pagamento internazionale,

- risolvere il problema della liquidità internazionale tramite la creazione di numerosi strumenti di riserva fiduciari (DSP par exemple),

- fondare un nuovo ordine monetario internazionale basato sulla creazione di zone monetarie regionali, definite con la conclusione di accordi di unioni monetarie a base regionale.

Quest'ultimo gruppo di progetti è rappresentato dunque dalla proposta di fondare un nuovo ordine monetario internazionale sulla creazione di zone monetarie regionali, e in particolare sulla creazione di una zona monetaria europea autonoma in rapporto alla zona del dollaro.

Considerato il fatto che i problemi posti dalla mancanza di dollari erano stati risolti, almeno in parte, con la creazione dell'UEP, sembrava di conseguenza naturale che in ragione di questo successo si fosse tentati di continuare su questa strada.

E' in questo quadro teorico che si situano le proposte vigenti a trasformare l'UEP nella prima tappa di un processo di unificazione monetaria a livello europeo. L'idea della creazione di un'area monetaria europea ottimale venne ripresa e rivestì un importanza sempre più grande all'inizio degli sessanta. Sul piano scientifico i contributi di Mundel, Kenen, Mc Kinnon, aprirono un dibattito destinato ad arricchirsi nel corso degli anni e che si deve ancora considerare non ancora concluso.

3.2.1. L'area ottimale

La teoria delle aree valutarie ottimali ricerca l'individuazione dei criteri di base che permettono di delimitare aree,più ristrette o più ampie degli Stati nazionali per le quali raccomandare l'impiego di cambi fissi (o di una moneta comune) all'interno, e di cambi flessibili

verso l'esterno. Per identificare le aree monetarie ottimali sono stati proposti vari criteri alternativi. Principalmente la mobilità dei fattori della produzione, l'apertura reciproca, nonchè la diversificazione della produzione e delle esportazioni delle regioni che le compongono.

In base al primo dei criteri citati (criterio di Mundell), è ottima l'area monetaria all'interno della quale il capitale ed il lavoro possono liberamente trasferirsi in seguito alla mancanza di ostacoli legali e di fatto alla mobilità dei fattori tra le diverse parti costitutive.
Il secondo elemento di distribuzione (criterio di Kenen) identifica l'area monetaria ottima con la circostanza che le regioni che la compongono abbiano una gamma molto vasta di beni prodotti e esportati in modo da poter assorbire ed attenuare gli squilibri trasmessi da una regione all' altra in seguito all'esistenza del regime monetario comune. Il terzo elemento di identificazione (criterio di Mc Kinnon) riferisce invece l'ottimalità dell'area all'alto grado di apertura delle regioni componenti, ossia all' esistenza di un elevato rapporto fra il loro commercio interno reciproco e la loro produzione interna.

Nell'analisi di Mundell (1) il criterio di delimitazione dell'area monetaria ottima è collegato alla condizione del mercato del lavoro. Il sistema dei cambi fissi andrebbe adottato tra regioni caratterizzate da un'alta mobilità del fattore lavoro e il sistema dei cambi flessibili tra

(1) Mundell "A theory of Optimum Currency Areas" in American Economic Review, settembre 1961.

aree caratterizzate da immobilità di tale fattore. Il suggerimento di Mundell è quello di far coincidere le aree monetarie con i settori di attività economica e di far fluttuare il tasso di cambio tra i settori. Egli assume dunque un criterio di ottimalità di un area valutaria a moneta unica o cambi immutabilmente fissi fra le monete dell'area, la possibilità di stabilizzare, al suo interno, l'occupazione ed il livello dei prezzi. Egli sostiene che un insieme di Stati nazionali (o di regioni) costituisce un'area valutaria ottima solo se sussiste fra questi Stati (o regioni) una sufficiente mobilità dei fattori produttivi.

Mentre il criterio offerto da Mundell per la delimitazione delle aree monetarie ottime è collegato, come abbiamo visto alle condizioni del mercato dei fattori della produzione, i criteri enunciati da Kenen e da Mc Kinon si riferiscono alla struttura dell'economia.
Partendo dall'osservazione che nella regione di Mundell, la perfetta mobilità interregionale del lavoro implica necessariamente una perfetta mobilità occupazionale e in definitiva una forza lavoro del tutto omogenea, Kenen (1), nel tentativo di essere più realistico, distingue tra regioni caratterizzate da una uguale attività economica e aree monetarie ottime caratterizzate dalla mobilità del lavoro. Tassi fluttuanti, secondo Kenen, dovrebbero esistere tra aree monetarie tra le quali il lavoro non si muove liberamente, non tra settori caratterizzati da attività economiche diverse.
Il criterio che scaturisce dall'analisi di Kenen per la delimitazione dell'area valutaria ottimale è la diversi-

(1) Kenen "The theory of Optimum Areas": in R. Mundell e A. Swoboda: Monetary problems of the international economy, Chicago 1969.

ficazione delle attività economiche di ciascun paese. Tanto più accentuata è la diversificazione della produzione e delle esportazioni di un dato paese, tanto più quel paese è in grado di assorbire spostamenti di domanda internazionale da un bene a un altro senza essere costretto a variare le ragioni di scambio e cioè a lasciar fluttuare il suo tasso di cambio.
In definitiva Kenen approda allo stesso risultato di Mundell e cioè che l'area monetaria ottimale si identifica con la "regione economica". Per Kenen dunque, poichè la perfetta mobilità del lavoro non prevale nella realtà, un'area monetaria è ottima se corrisponde ad una economia o a un gruppo di economie con un alto grado di diversificazione della produzione e delle esportazioni: la diversificazione serve infatti ad eliminare i possibili disturbi di origine esterna, senza dover ricorrere alle variazioni di cambio.

L'analisi di Mc Kinnon (1) parte dalla considerazione che l'interdipendenza economica dal resto del mondo di ogni area geografica è di grande importanza per determinare la natura ottimale del suo regime di cambio. Il criterio da lui adottato per la delimitazione dell'area ottimale si basa sul grado di apertura delle singole economie. Tale indice viene definito per ogni paese come rapporto tra "beni commerciabili" e "non commerciabili", intendendo per beni commerciabili quelle merci che, tenendo in considerazione i costi di trasporto, possono entrare a far parte, perchè competitive, del commercio internazionale. Partendo dalla considerazione che, a parità di altre condizioni, una variazione del tasso di cambio è tanto più efficace quanto più i salari monetari del paese interessato rimangono fissi e cioè quanto

(1) Mc Kinnon "Optimum Currency Areas"; American Economic Review, settembre 1963.

quanto più realistica risulta l'ipotesi di illusione monetaria, Mc Kinnon osserva che i tassi di cambio fluttuanti non andrebbero impiegati da paesi con un'alta proporzione di "beni commerciabili" nella produzione aggregata e nel consumo. Più un'economia è aperta tanto più la struttura dei prezzi interni dipende da quella dei prezzi internazionali, riesce difficile il mantenimento dell'equilibrio esterno e di quello interno mediante l'impiego di cambi flessibili. Al contrario, più facile risulta ridurre, con manovre monetarie e fiscali, il consumo interno di beni commerciabili ed ottenere, attraverso una maggiore espertazione, l'equilibrio dei conti con l'estero, mantenendo nello stesso momento la stabilità dei prezzi interni.
Anche per Mc Kinnon dunque, come d'altra parte per Mundell, un'area valutaria è ottima se è possibile ottenere al suo interno l'equilibrio dei pagamenti e nello stesso tempo la stabilità dei prezzi e dell'occupazione. Nell'ambito di questi tipici obbiettivi di politica economica di breve periodo, l'autore pone l'accento principalmente sull'obbiettivo della stabilità dei prezzi interni. Egli poggia proprio sull'esigenza di uno "strumento liquido a valore stabile" il criterio fondamentale di delimitazione di un'area ottimale.

2.2. Dall'area ottimale verso l'area realizzabile

Per poter concretizzare nella realtà odierna gli insegnamenti teorici dei pensatori che si sono occupati del problema dell'area ottimale, bisogna purtroppo abbandonare i criteri più rigorosi di ottimabilità. Questo significa accettare dei compromessi. Nella natura stessa del problema, il processo di unificazione di un gruppo di paesi si presenta come un problema di "second best" vista l'esistenza sia di rigidità che derivano dalla presenza

di controlli di ogni genere (valutari, commerciale, fiscali ecc.) sia la presenza di strutture estremamente diverse dei paesi (produzione, formazione dei prezzi e dei salari ecc.). Per di più il processo di unificazione si fonda su dei motivi di ordine politico che non corrispondono sempre a delle condizioni di ordine economico.

3.3. Il Piano Werner: alla ricerca di una zona monetaria realizzabile

In seguito agli avvenimenti monetari dell'autunno 1968, è apparsa necessaria una vera cooperazione nel quadro della CEE. L'idea di una Unione economica e monetaria europea stava prendendo consistenza.

La Commissione della CEE decise così di presentare ufficialmente al Consiglio dei Ministri un "memorandum" sulla coordinazione delle politiche economiche e la cooperazione monetaria nella CEE (Piano Barre). In questo documento del gennaio del 1969, la Commissione proponeva essenzialmente di creare dei meccanismi comunitari per fornire, a determinate condizioni, un aiuto finanziario a corto termine agli Stati membri la cui bilancia dei pagamenti si trovava in difficoltà. Sembrava dunque che un passo supplementare fosse stato fatto nel senso di una più grande convergenza e soprattutto in questo momento apparve chiara la necessità di mettere in funzione un piano a tappe in materia di cooperazione monetaria.

In esecuzione alle direttive della conferenza svoltesi all'Aia nel 1969, un gruppo di esperti diretto da Paul Werner, fu incaricato dal Consiglio della CEE di elaborare un rapporto relativo ad un possibile piano a tappe

in grado di concretizzare i suggerimenti antecedenti. Esso fu sottoposto allo stesso Consiglio nel maggio del 1970. Con questo piano si voleva superare lo stadio della sola cooperazione per poter giungere alla realizzazione di una politica comune. Il Gruppo Werner era dell'avviso che la realizzazione di una Unione economica e monetaria implicasse un importante trasferimento di responsabilità dal piano nazionale al piano comunitario. Questo trasferimento implicava la creazione di due organismi:

- Un centro di decisione per la politica economica, centro che avrebbe lavorato in maniera indipendente, in funzione dell'interesse comunitario, che avrebbe avuto un'influenza decisiva sulla politica economica generale della Comunità. Esso sarebbe stato praticamente responsabile davanti al Parlamento europeo, Parlamento i cui attributi sarebbero stati elargiti;

- Un sistema comunitario di banche centrali che avrebbe potuto ispirarsi ad organismi quali per esempio il FED americano. Questa istituzione comunitaria avrebbe dovuto essere abilitata a prendere delle decisioni di politica monetaria.

Più precisamente il Piano Werner era composto di due tappe:

La prima, di tre anni, avrebbe dovuto permettere la realizzazione di una informazione reciproca rapida e la definizione in comune degli orientamenti fondamentali di politica economica e monetaria.

La seconda tappa, avrebbe dovuto essere caratterizzata dal perseguimento, in forma sempre più costrittiva, di azioni intraprese nel corso della prima tappa.

Nel corso di questa seconda tappa, avrebbe dovuto essere messo in funzione un "Fondo europeo di cooperazione monetaria" (FECOM), che avrebbe prefigurato il sistema comunitario delle banche centrali della tappa finale.

Secondo il parere dei suoi ideatori, il punto d'arrivo del processo di transizione (10 anni), vale a dire lo stadio finale dell'unione economica e monetaria avrebbe dovuto essere caratterizzato dalle condizioni seguenti:

- Convertibilità totale e irreversibile delle monete, abolizione dei margini di fluttuazione dei tassi di cambio tramite la fissazione irrevocabile dei rapporti di parità e se possibile, sostituzione delle monete nazionali con una sola moneta comunitaria;

- Liberazione completa dei movimenti di fondi e unificazione delle politiche dei paesi membri in materia di mercato dei capitali;

- Centralizzazione della politica monetaria e creditizia;

- Competenza comunitaria in materia di determinazione dei bilanci pubblici, in particolare per quello che concerne la variazione del loro volume e la grandezza e i mezzi di finanziamento dei saldi;

- Presenza di politiche regionali e di struttura, sia al livello comunitario sia al livello nazionale;

- Creazione di un sistema comunitario di banche centrali e di un centro di decisioni per la politica economica;

- Competenza comunitaria in materia di politica monetaria per rapporto all'estero.

3.1. Il Serpente monetario europeo

La degradazione delle relazioni monetarie internazionali tra il 1971 e il 1973 ostacolò la realizzazione dei piani iniziali di restringimento dei margini di fluttuazione tra le monete della CEE. Dopo la soppressione della convertibilità del dollaro in oro nell'agosto del 1971, tutte le monete della CEE, salvo il franco francese, si misero a fluttuare in rapporto al dollaro.

Qualche mese dopo l'accordo di Washington (dicembre 1971), i paesi della CEE decisero di confermare la loro identità monetaria in rapporto alla moneta americana e di dare vita a un nuovo impulso verso l'integrazione monetaria europea.

Agli inizi del 1972 le procedure di realizzazione del progetto di Unione economica e monetaria per fasi furono in effetti ripresi e il 24 aprile 1972 si arrivò agli "accordi di Basilea", accordi che segnarono l'inizio di un nuovo sistema di cambio intracomunitario.

Secondo questo accordo, i paesi membri si impegnavano a mantenere uno scarto massimo istantaneo tra le monete comunitarie in un limite di 2,25% rispettando, nello stesso tempo, i margini di fluttuazione di 2,25% in più e in meno fissati dall'accordo smithsoniano in rapporto al dollaro. In questa maniera, in rapporto alla parità "smithsoniana", si definiva una banda di oscillazione del dollaro di (2,25 + 2,25) = 4,5%, all'interno della quale dovevano necessariamente situarsi le monete comunitarie legate tra di loro dalla differenza massima del 2,25%. Visto che l'insieme delle monete comunitarie poteva liberamente fluttuare tra la banda di oscillazione più grande della moneta americana, fu creata l'immagine del serpente che si muove all'interno di un tunnel.

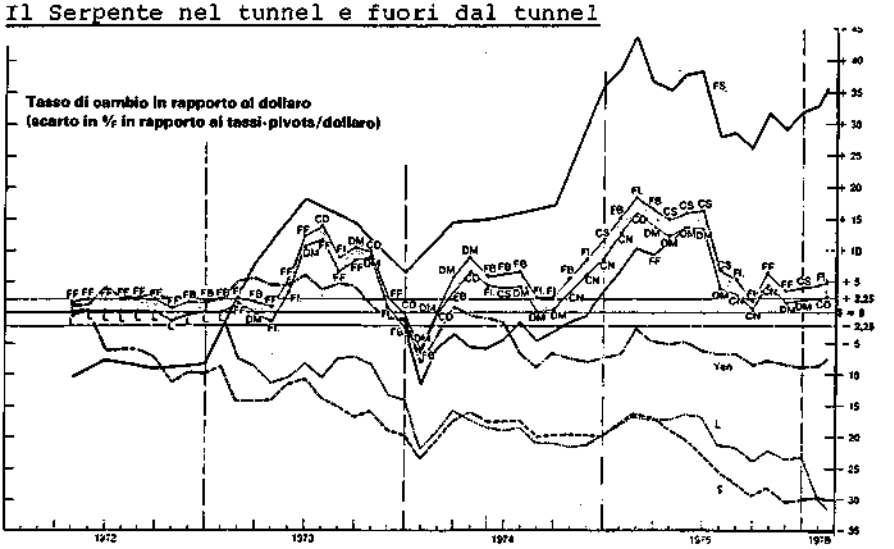
Allo scopo di consentire il funzionamento del nuovo sistema, le banche centrali si impegnavano ad effettuare delgi interventi sul mercato dei cambi, non solamente in dollari, ma anche in monete comunitarie, fatto che costituisce una limitazione al ruolo del dollaro quale moneta universale d'intervento e nello stesso tempo una affermazione dell'individualità monetaria della CEE.

I legami di appartenenza al Serpente monetario della CEE si rivelarono però più difficoltosi di quanto si era previsto, e questo in particolare per i paesi con un alto grado di inflazione. Il sistema dei cambi comunitari in effetti funzionò con la partecipazione della totalità delle monete comunitarie solamente per meno di due mesi: dal primo di maggio, quando aderirono le monete della Gran Bretagna, dell'Irlanda e della Danimarca, fino al 23 di giugno, quando la lira sterlina abbandonò il Serpente definitivamente, seguita dalla sterlina irlandese e dalla corona danese.

Il Serpente riceveva una nuova scossa nel febbraio del 1973 in seguito a una nuova svalutazione del dollaro. In questa occasione la Comunità decideva di cessare gli interventi in rapporto al dolalro e di conformarsi al regime di fluttuazione generalizzato nei rapporti con le monete dei paesi terzi. A partire dal 19 di marzo del 1973 in effetti, il tunnel del dollaro fu abbandonato e il Serpente cominciò a fluttuare liberamente in rapporto alla moneta americana mantenendo solamente il legame del 2,25% relativo alle monete comunitarie. L'abolizione dei margini di fluttuazione smithsoniani costituì un incentivo per il rientro della moneta danese e per l'associazione di due monete terze, la corona norvegese e la corona danese.

Nel gennaio del 1974, il peso eccessivo per la difesa dei margini di fluttuazione intracomunitari, obbligava la Francia a sganciare il franco dalla fluttuazione congiunta europea. Di fatto, il regime del Serpente diventerà una zona monetaria dominata dal marco tedesco, zona alla quale aderiranno i paesi del Benelux e la Danimarca.

Il Serpente nel tunnel e fuori dal tunnel



Fonte: Bulletin hebdomadaire della Kredietbank, marzo 1976

.3.2. Le ragioni dell'insuccesso del piano Werner

La dislocazione progressiva del Serpente e in definitiva il fallimento del piano Werner sono dipesi da diversi fattori:

- I tentativi di unificazione monetaria europea hanno coinciso con la fine del sistema di Bretton Woods. I disavanzi persistenti della bilancia americana dei pagamenti hanno trascinato sui mercati dei cambi europei l'effetto delle fuge speculative davanti al dollaro. Prima che i paesi del Serpente decidessero di lasciar fluttuare di concerto le loro monete in rapporto al dollaro (marzo 1973), le banche centrali europee

avevano dovuto senza interruzione procedere a degli acquisti di sostegno dell'ammontare di miliardi di dollari. Anche dopo la soppressione della parità del dollaro in rapporto alle monete del Serpente, i movimenti della moneta americana disorganizzarono il meccanismo del Serpente. La situazione monetaria internazionale avrebbe potuto incitare i paesi della Comunità a lottare uniti contro gli effetti della crisi e a accellerare il processo d'integrazione monetaria. Certi paesi preferirono tuttavia una soluzione nazionale e introdussero dei tassi di cambio fluttuanti. L'instabilità monetaria, tanto all'interno che all'esterno della Comunità fu ancora accentuata dalla crisi del petrolio che determinerà un grave deterioramento della bilancia dei pagamenti della CEE.

- Oltre alle ragioni esterne, il cattivo funzionamento del meccanismo è pure imputabile a dei fattori interni. In seguito a delle differenze economiche di ordine strutturale tra gli stati membri e l'assenza di una politica economica comune, la crisi monetaria e economica internazionale è stata sentita in modo molto diverso nei vari paesi della CEE. L'integrazione monetaria sembrerebbe irrealizzabile senza una parallela integrazione economica. La disciplina del Serpente presuppone che i paesi partecipanti si conformino a certe regole sul piano della politica economica interna.

.4. Proposte teoriche per il rilancio dell'Unione monetaria europea dopo il fallimento del piano Werner

Molte sono state le proposte teoriche avanzate per risolvere una situazione che di fatto era diventata di cambi liberamente fluttuanti. Tra le diverse suggestioni possiamo fare una divisione tra quelle che prevedono una continuazione sulla strada del restringimento dei margini di fluttuazione e quelle che auspicano l'introduzione di una moneta parallela europea.

.4.1. Il restringimento dei margini di fluttuazione

Tra le proposte del primo tipo vale la pena di citare quella avanzata da Condrad Oort, poi ripresa dal Manifesto di Villa Pamphili e successivamente dal Ministro delle finanze olandese Duisenberg. Era l'idea delle "zone obiettivo", le "target zones".

Partendo dalla constatazione che le misure prese da un paese in materia di tassi di cambio finiscono sempre per avere un effetto su tutti i suoi partners, si propone in questo caso l'adozione di un aggiustamento dei tassi di cambio fondato sull'osservanza delle regole analoghe a quelle proposte dal FMI (guidelines for floating).

Nel quadro della CEE, ogni paese dovrebbe fissare, d'accordo con gli altri membri una "zona obiettivo" stabilita in termini di tassi di cambio effettivi, all'interno della quale dovrebbe situarsi la sua moneta. La fissazione di queste zone non imporrebbe ai paesi interessati l'obbligo di mantenere le monete all'interno delle zone stesse; i Governi dei rispettivi paesi dovrebbero solamente astenersi dal prendere delle misure di politica interna e da interventi suscettibili di accelerare una eventuale tendenza delle rispettive monete ad uscire dalle zone obiettivo.

Queste regole potrebbero essere rafforzate subordinando l'eventuale assistenza finanziaria al rispetto degli obblighi assunti verso queste zone obiettivo. Se applicato, questo meccanismo, secondo i suoi ideatori, avrebbe dovuto metter fine alla discriminazione esistente a livello politico e che si definisce con l'espressione di Europa a due velocità.

> "La proposta di istituire "zone traguardo" sia per le monete al di fuori del Serpente, sia per quelle che vi sono rimaste, aveva tra l'altro il merito di porre fine, essendo simmetrica, ad una discriminizzazione ingiustificata tra paesi in regola e paesi non in regola con il sistema monetario comunitario. Inoltre essa avrebbe consentito di controllare in qualche misura, il rapporto marco-dollaro attraverso un'intesa su quelle da considerare di volta in volta l'appropriato livello comunitario del dollaro. Ciò avrebbe giovato alla solidarietà degli andamenti fra monete europee." (1)

Sintetizzando, queste "target zones" stabiliscono:

- degli obiettivi di tassi di cambio effettivi sottoforma di "plages" (spiaggie) periodiche dichiarate,

- questi obiettivi sarebbero aggiustati periodicamente secondo una formula di scivolamento "crawling": solo una "maggioranza qualificata" potrebbe procedere alla modifica di questa formula,

- ogni paese si impegnerebbe a evitare degli interventi sul mercato dei cambi o ad effettuare delle misure di politica monetaria che possano condurre ad un'uscita dalla zona delle parità annunciate. Ogni paese potrebbe usufruire di un aiuto finanziario eventuale presso il Fondo di cooperazione monetaria (FECOM).

(1) G. Magnifico: "La realizzazione dell'unione monetaria: implicazioni tecniche ed economiche", Articolo, Rivista Thema (Istituto bancario S. Paolo di Torino, 1977.

Un secondo approccio importante sulla via del restringimento dei margini di fluttuazione, è quello studiato e proposto da Leo Tindemans (1) e che si potrebbe definire come "Serpente seconda maniera" o "l'Europa a due velocità".

Tindemans parte da una osservazione che si può dedurre dalla situazione economica effettiva dei paesi partecipanti alla CEE. Le divergenze effettive delle situazioni economiche e finanziarie non permettono ai paesi della CEE di partecipare con lo stesso slancio alla costruzione monetaria europea. Nel 1974 Willy Brandt in un discorso che viste le divergenti condizioni economiche dei vari partners europei,

> "... the automatic equal treatment of all members as regard their rights and obligations would at present seriously comprise the cohesion of the nine. That is why the Community should come round to seeing that it will not be weakened but strenghted if those countries whose economic situation is other countries, because of their objectively divergent situation, initially take part in different degrees".

Questa è stata anche per Tindemans la costatazione fondamentale sulla quale ha basato il suo ragionamento.

In più di questa situazione oggettiva di difficoltà economica, secondo Tindemans due altri elementi sono molto importanti e devono essere presi in considerazione:

- la mancanza di un vero consenso politico: non esiste una sufficiente confidenza reciproca per poter trasferire a degli organi comuni di gestione le competenze che sarebbe indispensabile conferire loro;

(1) La conferenza dei Capi di Stato, tenutasi a Parigi il 10 e 11 dicembre del 1974, confidò a M. Leo Tindemans, Primo Ministro belga il mandato di proporre una definizione di quello che si sarebbe dovuto intendere con il concetto di "Unione Europea".

- La mancanza di un vero consenso tecnico: consenso sulla maniera con la quale la politica economica e monetaria comune dovrebbero essere realizzate.

Queste constatazioni fanno si che l'autore in questione si concentri su di un approccio nuovo della problematica. Egli arriva ad una conclusione operativa nel senso di affermare che gli Stati che sono in grado di progredire verso l'Unione europea dovrebbero farlo, mentre che gli Stati che hanno dei motivi (che il Consiglio riconosce come validi) di non progredire su questa strada, non devono farlo.

I paesi che non si spingeranno sulla strada dell'Unione europea, riceveranno dagli altri paesi l'aiuto o l'assistenza necessari per poter essere nella possibilità di reggiungere gli altri paesi.

Tindemans afferma che non si tratta di una "Europa alla carta". Ogni paese deve sentirsi legato per quello che riguarda l'obiettivo da raggiungere in comune; l'esecuzione del programma viene invece suddivisa nel tempo.

I paesi che sono in grado di progredire, lo faranno nella ricerca di una più grande convergenza delle politiche economiche e monetarie partendo dal Serpente. Il Serpente comunitario, elemento centrale della stabilità monetaria, è il punto di partenza di questa azione. Esso dovrebbe, secondo Tindemans, essere consolidato e trasformato estendendo la sua azione in settori finora a lui estranei.

Tindemans rileva che il Serpente europeo, limitandosi a imporre degli obblighi di politica monetaria esterna esercitava un'azione precaria e disequilibrata.

Era dunque secondo lui necessario introdurre degli obblighi analoghi nella:

- politica monetaria interna (controllo della massa monetaria,
- politica della spesa pubblica (ampiezza e finanziamento del deficit),

- politica economica in materia di congiuntura e di controllo dell'inflazione).

Le politiche monetarie dovrebbero presentare queste caratteristiche:

- la modifica dei tassi centrali delle divise dovrebbe essere decisa in comune, con la partecipazione dei paesi che fluttuano indipendentemente,

- i paesi partecipanti al Serpente si impegneranno a non abbandonarlo che nel caso di una crisi manifesta constatata da una decisione comune,

- le facilitazioni creditizie a corto termine tra i paesi membri del Serpente devono essere rese automatiche e considerabilmente rinforzate,

- i paesi partecipanti al Serpente devono sopprimere gradualmente tra di loro gli ostacoli che sussistono alla libera circolazione dei capitali,

- si dovranno realizzare delle strutture per accogliere e per assistere quei paesi che non fanno parte del Serpente,

- si dovrà procedere a rinforzare il FECOM tramite la messa in comune delle riserve e la progressiva attribuzione dei compiti per realizzare da parte del Serpente una effettiva politica in rapporto al dollaro.

In definitiva, Tindemans, al contrario di Werner che proponeva una politica dei piccoli passi, afferma che si entra nel Serpente quando si è pronti.

3.4.2. La strada delle monete parallele

La seconda strada, quella delle monete parallele si qualifica in diverse articolazioni: da quella del "Manifesto di Ognissanti", a quella detta del "Federal Trust", a quella della Commissione della CEE.

Il Manifesto di Ognissanti (sarà trattato in maniera più approfondita nell'allegato a questo capitolo) preconizzava l'emissione di una moneta parallela europea completamente indicizzata, dunque molto attrattiva. La concorrenza tra questa moneta e le monete dei paesi membri obbligherebbe questi ultimi a coordinare le loro politiche e ad adottare una politica di stabilità a meno di vedere la loro moneta rimpiazzata molto rapidamente dalla moneta parallela in questione.

Quello del "Federal Trust" (Magnifico - Williamson) può essere definito un approccio meno radicale. Questi autori suggeriscono infatti un'indicizzazione parziale della moneta europea, indicizzazione realizzabile attraverso un meccanismo di compensazione all'aumento dei prezzi comunitari, indicizzazione che entrerebbe in funzione solamente se l'aumento dovesse sorpassare la soglia del 5%. In questo modo, la moneta parallela sarebbe una moneta tendenzialmente forte che si alternerebbe con le monete nazionali nel ruolo di moneta leader a seconda dell'evoluzione dei prezzi nei paesi membri della Comunità. Questa moneta parallela sarebbe in grado di concorrenziare le eurodivise, in quanto, contrariamente alla moneta del Manifesto, essa non avrebbe un potere liberatorio, soprattutto nel periodo iniziale.

Come la moneta del Federal Trust, la moneta della Commissione della CEE, è concepita come una moneta parallela la cui introduzione deve essere graduale. Contrariamente alla moneta del Federal Trust, che può apprez-

zarsi o deprezzarsi in rapporto all'insieme delle monete europee, il valore di questa moneta (UCE) resta praticamente uguale alla media ponderata di queste monete; gli apprezzamenti compenserebbero i deprezzamenti. L'UCE è di conseguenza l'unità di conto più stabile. L'UCE, che in -efinitiva non è ancora una moneta parallela, ma che potrebbe diventarlo progressivamente, si situa, per quello che concerne i vantaggi e gli svantaggi, in una situazione mediana in rapporto alle altre soluzioni proposte in questo ambito. Essa è probabilmente la soluzione preferibile.

3.5. Conclusione: Lo SME, ancora un tentativo sulla strada delle unioni regionali

La situazione monetaria internazionale che dipende dagli ultimi accordi della Giamaica, è considerata da molti un "non-sistema", un insieme di accordi di natura flessibile e non vincolante.

Il regime dei cambi flessibili si è rivelato meno funzionale di quello che si era sostenuto durante gli anni sessanta.

La situazione emersa con la quadruplicazione dei prezzi del petrolio, situazione con la quale l'economia mondiale si trova ancora confrontata (secondo aumento del 1979) ha messo in evidenza il fatto che i tassi flessibili non conducono necessariamente all'aggiustamento degli squilibri e che essi non permettono alle economie individuali di perseguire delle politiche economiche interne in condizioni di piena autonomia. La situazione attuale può essere definita come quella di un sistema nel quale sono presenti diversi oligopolisti non coalizzati tra di loro.

Per questa ragione un'intesa a livello internazionale si avvera difficile. Se questo sistema impedisce di raggiungere la formazione di regimi più ordinati come per esempio il monopolio o la concorrenza perfetta, esso non esclude che questi oligopolisti si mettano d'accordo per una soluzione concordata. Questo tipo di intese è necessario alfine di massimizzare la funzione di utilità dei partecipanti. Il necessario grado di cooperazione sarà meno difficile da raggiungere se i partecipanti saranno ben organizzati internamente.

Da queste considerazioni si pu`trarre un fondamento teorico per la formazione di aree monetarie regionali e in questa ottica devono essere visti gli sforzi per la realizzazione del Sistema monetario europeo.

> "Taluni ritengono ancora che una cooperazione monetaria regionale contrasti con una cooperazione monetaria mondiale. Io fui di parere opposto quando collaborai per programmare e negoziare l'Unione Europea dei Pagamenti, che fornì negli anni cinquanta un'eccezionale dimostrazione della complementarità dei due approcci. L'UEP, invero, fece in quegli anni molto di più del FMI per ripristinare la convertibilità tra le monete partecipanti e il dollaro. Sono convinto che l'esperienza dello SME e l'indispensabile collaborazione fra lo SME e le autorità statunitensi potrebbero alla lunga spezzare il blocco che ha paralizzato a partire dalla riunione della Giamaica, la precedente determinazione a ripristinare un funzionante ordinamento monetario mondiale." (1)

---

(1) R. Triffin: "L'avvenire del sistema monetario internazionale", Articolo, Rivista Moneta e Credito, Marzo 1980.

ALLEGATO al Capitolo 3

Approfondimento concernente alcune proposte nel quadro della realizzazione di una Unione monetaria europea.

2. LA MONETA PARALLELA DI MAGNIFICO-WILLIAMSON (1972)

a) Introduzione

L'analisi dei due economisti si sviluppa come alternativa operativa alla proposta del piano Werner. Questa strategia si differenzia da quella del piano Werner nel senso che quest'ultimo proponeva un processo di convergenza dei tassi di cambio delle monete dei paesi membri della Comunità, mentre che il piano di Magnifico e Williamson propone la creazione di una moneta parallela europea, l'EUROPA.

Questa moneta parallela si inserisce in una "strategia per un'integrazione finanziaria". E' in questo contesto che essa verrà qui esaminata.

Questa strategia, questo schema per un nuovo piano a tappe si compone di tre parti ben distinte:

Parte preliminare

In questo stadio, che dovrebbe essere il più corto possibile, ci dovrebbe essere la costituzione di una Banca europea il cui compito principale sarebbe quello di creare la nuova moneta parallela europea.

Questa Banca europea, oltre ad altri compiti, prenderebbe a carico i compiti che appartenevano al momento al Fondo di riserva e al Fondo di stabilizzazione dei cambi.

In questa fase preliminare si sarebbero dovute promuovere sia l'armonizzazione delle politiche monetarie che la liberalizzazione dei movimenti di capitali previsti nella prima tappa del piano Werner. Quando le disponibilità in EUROPA sarebbero state sufficientemente elevate da per-

mettere la sostituzione del dollaro quale moneta d'intervento, si sarebbe potuti passare alla seconda fase.

Parte intermedia

Le caratteristiche principali di questo stadio sarebbero dovute essere:

- *una flessibilità limitata dei tassi di cambio intra-europei,*
- *un'armonizzazione delle politiche congiunturali all'interno dell'Europa con la creazione di un Fondo comune di stabilizzazione della congiuntura diretto dalla Banca europea,*
- *la Banca europea avrebbe ricevuto l'incarico di difendere il tasso EUROPA/dollaro,*
- *le banche centrali nazionali sarebbero dovute intervenire per difendere i rapporti di cambio tra le rispettive monete nazionali e l'EUROPA,*
- *l'EUROPA sarebbe dovuta circolare parallelamente alle valute nazionali; la sua esistenza avrebbe reso possibile ogni variazione (anche la fluttuazione) tra il dollaro e le monete europee senza che si producessero delle ripercussioni sfavorevoli nei rapporti intra-europei.*

Parte finale

Essa dovrebbe essere caratterizzata da un Unione monetaria completa e da una moneta unica.

Un certo grado di centralizzazione delle politiche economiche sarebbe stato necessario. Per evitare delle modifi-

che dei tassi di cambio all'interno della Comunità si sarebbero dovuti coordinare i trasferimenti fiscali automatici e centralizzare le politiche regionali.

Le monete nazionali avrebbero dovuto essere ritirate e sostituite dall'EUROPA.

b) *I due elementi portanti: la Banca europea e la moneta europea*

La Banca europea: Essa dovrebbe seguire la linea tracciata da R. Triffin nel suo progetto di Fondo europeo di riserva. I paesi membri verserebbero alla Banca una peroentuale da stabilire delle riserve rispettive, in più di una quota in moneta nazionale. I paesi riceverebbero in contropartita dei depositi in EUROPA. Questi depositi sarebbero considerati come parte delle riserve dei paesi membri e potrebbero essere utilizzati in caso di disavanzi della bilancia dei pagamenti. La Banca europea sarebbe amministrata da un Consiglio dei Governatori che includerebbe i Governatori delle banche centrali e un Presidente nominato dal Consiglio dei Ministri della CEE. La Banca europea dovrebbe operare in armonia con le banche centrali nazionali.

Compiti della Banca europea:

- *essa dovrebbe agire, dal momento della sua costituzione come Fondo di riserva europeo,*

- *quando il passaggio allo stadio intermedio sarebbe stato effettivo, essa sarebbe dovuta intervenire per stabilizzare il tasso di cambio tra l'EUROPA e il dollaro,*

- *in caso di necessità essa sarebbe tenuta a proporre al Consiglio dei Ministri dei cambiamenti in termini di oro/DSP,*

- *essa dovrebbe assumere il controllo globale della politica monetaria europea; il suo compito sarebbe quello di controllare che la politica generale della Comunità sia compatibile con quella adottata dai diversi paesi membri. Ad essa spetterebbe la sorveglianza dei tassi di cambio intra-europei,*

- *essa dovrebbe favorire l'attività dell'EUROPA quale strumento monetario privato agendo soprattutto come banca centrale per le banche commerciali che si trovano sul mercato dell'EUROPA.*

Bilancio della Banca europea:

Passivo	*Attivo*
- *capitale e riserve*	- *or, DSP, valute nazionali in EUROPA*
- *depositi in EUROPA delle banche centrali*	
- *depositi in EUROPA delle banche commerciali*	- *prestiti in EUROPA*

Operazioni della Banca europea:

- *interventi sul mercato dell'EUROPA/dollaro,*
- *operazioni con le banche centrali non europee,*
- *operazioni con le banche centrali europee,*
- *operazioni sul mercato aperto e sul mercato dell'EUROPA.*

La moneta parallela, l'EUROPA

La creazione dell'EUROPA :

La Banca europea sarebbe autorizzata a ricevere dei depositi da parte degli organismi della Comunità, degli organismi governamentali e da altri organismi pubblici, dalle banche, dalle società commerciali ed industriali e eventualmente anche dai privati. I depositi potrebbero venir espressi in EUROPA e potrebbero venir trasferiti per la liquidazione dei debiti tra i detentori di questi depositi. Essi potrebbero servire anche per la liquidazione dei debiti in valuta nazionale, sulla base dei tassi di cambio rispettivi. Le banche potrebbero servirsi di queste unità per le loro operazioni. Le società, soprattutto quelle operanti sul commercio internazionale potrebbero impiegare queste unità per il pagamento dei salari.

Alla fine queste unità entreranno nell'uso generale vicino alle valute dei paesi membri e circoleranno sottoforma di biglietti.

Definizione e caratteristiche dell'EUROPA:

- *la parità dell'EUROPA sarà espressa in termini di unità monetaria internazionale, al momento consistente in oro e DSP fortemente legati,*

- *la sua parità sarà modificabile su decisione del Consiglio dei Ministri, per il quale la Banca europea opererà quale consulente in questa materia,*

- *l'EUROPA servirà quale strumento di riserva per le banche centrali europee,*

- *essa renderà possibili tutte le variazioni (anche la fluttuazione) del tasso di cambio tra il dollaro e le*

monete europee senza ripercussioni sfavorevoli sui rapporti intraeuropei,

- *essa consentirà una diversificazione dei rischi in rapporto alla detenzione di una moneta particolare di un paese della Comunità.*

Misure per incoraggiare l'affermazione dell'EUROPA:

- *emissione da parte degli istituti comunitari (CECA, BEI) di attività in EUROPA,*

- *obbligo di esprimere in EUROPA una certa parte del disavanzo nazionale dei paesi membri della Comunità,*

- *obbligo per le banche commerciali di detenere una certa proporzione delle rispettive risorse in attività espresse in EUROPA,*

- *accettazione da parte dei Governi nazionali del pagamento delle imposte in EUROPA,*

- *istituzione da parte della Banca europea di una camera di compensazione per le transazioni in EUROPA,*

- *istituzione da parte della Banca europea di un mercato secondario di buoni del tesoro espressi in EUROPA,*

- *accettazione da parte della Banca europea delle responsabilità come ultimo prestatore sul mercato dell'EUROPA.*

c) *I tassi di cambio nel periodo di transizione*

Il ragionamento dei due autori parte dalla convinzione che:

- *gli economisti (1) hanno ragione quando sostengono che i legami monetari non possono rafforzare l'armonizzazione degli andamenti dei costi,*
- *i monetaristi (2) hanno ragione quando sostengono che si può facilitare l'armonizzazione della politica congiunturale legano i tassi di cambio.*

Per quello che riguarda le parità europee, gli autori in questione sono dell'opinione che:

- *le parità devono restare modificabili fino a quando i movimenti incompatibili dei costi nelle diverse regioni non cessano di essere un problema così grave da domandare la sua neutralizzazione con delle variazioni delle parità,*
- *gli aggiustamenti delle parità dovrebbero essere fatti con tempestività cercando di limitare al massimo gli effetti destabilizzanti,*
- *questi aggiustamenti dovranno essere di piccola ampiezza e tempestivi, piuttosto che grandi e in ritardo,*

(1) + (2)
Termini usati nel dibattita che aveva preceduto l'applicazione del piano Werner.
Economisti sono coloro i quali vedevano come primo passo verso un'Unione europea completa, il riavvicinamento delle condizioni economiche fondamentali. I tassi di cambio si sarebbero in seguito stabilizzati seguendo appunto la stabilizzazione delle fondamentali economiche.
Monetaristi sono coloro che in questo dibattito citato precedentemente asserivano che dei tassi di cambio stabilizzati in partenza costituivano dei legami importanti alfine di giungere più rapidamente ad una stabilizzazione delle fondamentali economiche.

- *quando si decide l'ampiezza delle variazioni bisognerà tener conto del limite al dilà del quale potrebbero verificarsi dei movimenti speculativi destabilizzanti.*

Magnifico e Williamson non condividono l'idea di adottare delle formule automatiche di stabilizzazione.
Essi preferiscono l'adozione di un sistema più politico che tecnico. Essi propongono di inserire nelle revisioni periodiche delle politiche economiche nazionali, delle discussioni di politica dei tassi di cambio.

L'ampiezza dei margini di fluttuazione:

Mentre che la misura della flessibilità delle parità era determinata dal bisogno di compensare il movimento dei costi, l'ampiezza dei margini di fluttuazione è determinato dalla misura del parallelismo nella politica congiunturale. Al livello europeo, i margini di fluttuazione dovrebbero essere ristretti fino al massimo compatibile con la necessità di stabilizzazioni anticicliche. Per quello che concerne i margini EUROPA/dollaro, visto che il ricorso da parte degli Stati Uniti alla politica monetaria quale principale strumento anticiclico ha portato a una forte distorsione nelle politiche europee (1971-1972), è necessario per proteggere l'Europa da questi movimenti indotti, di fissare dei margini più grandi di quelli in vigore prima della crisi del dollaro.

d) *Considerazioni generali*

Mi sembra interessante, a questo punto, di introdurre delle considerazioni di Giovanni Magnifico, considerazioni fatte nel marzo 1978 (dunque 6 anni dopo le idee proposte sopra) concernenti la possibilità di passare da una unità di conto UCE (introdotta nel 75) alla moneta parallela

europea. Questo anche per mostrare che le proposte che sto esaminando in questo ALLEGATO non sono soltanto "appannaggio del passato", ma subiscono delle trasformazioni seguendo le avventure degli avvenimenti monetari internazionali. Se non sempre queste proposte sono valide nella totalità, restano però valide in quanto possono contenere degli spunti teorici per nuove proposte.

Prendendo in esame gli avvenimenti monetari che si sono succeduti alle proposte avanzate con Williamson, Magnifico cerca i legami possibili con queste nuove evoluzioni. Egli riafferma l'importanza e il carattere di attualità dei progetti di messa in comune delle riserve europee. Diversi metodi, secondo Magnifico potrebbero essere adottati per procedere alla messa in comune di queste riserve.

Gli Stati membri potrebbero per esempio rimettere al FECOM una frazione dei loro averi in oro e in divise nazionali in cambio di un montante equivalente di unità di conto europee. L'UCE, essendo soprattutto utilizzata per dei regolamenti tra banche centrali dei paesi della CEE rappresenterebbe una sorta di DSP europeo. Ma secondo Magnifico (e qui riprende i concetti espressi nel 1972) per realizzare un'Unione monetaria bisogna andare oltre queste misure.
L'impiego dell'UCE come strumento di riserva e di regolamento non è che una prima tappa. L'impiego dell'UCE come moneta d'intervento suppone che durante un periodo transitorio, una moneta parallela di valore equivalente (l'EUROPA) sia introdotta nelle transazioni private.

L'introduzione dell'EUROPA sul mercato della Comunità implica che l'UCE si riveli all'esperienza attraente almeno quanto il dollaro. Essendo un paniere di monete,

l'UCE sarebbe interessante soprattutto per delle operazioni a lungo termine, assortite, per natura, di un più grande rischio di cambio.
Se i paesi a moneta forte, creditori potenziali in UCE giudicassero la sua definizione attuale poco soddisfacente, sarebbe sufficiente prevedere una semi-indicizzazione. Nel caso, per esempio, in cui il rialzo dei prezzi nella Comunità superasse un certo limite (per esempio il 5% annuo), l'UCE-EUROPA sarebbe rivalutata in maniera da neutralizzare l'eccesso di rialzo.

Secondo Magnifico non è nè indispensabile nè auspicabile di dotare l'EUROPA di uno statuto di moneta più forte della più solida delle monete nazionali (Manifesto di Ognissanti e Eurostable di J. Riboud, che vedremo in seguito), è sufficiente che essa sia una moneta tendenzialmente forte.

Magnifico è attualmente dell'opinione (1978) che non è necessario in questo progetto di Unione monetaria europea che le autorità nazionali rinuncino alle loro prerogative, cosa che sarebbe poco realista. E' sufficiente dotare la Comunità di certi poteri monetari congiuntamente con le autorità monetarie.
L'autore in questione afferma ancora, e questo in flagrante conflitto con i "federalisti" più accesi, e cambiando di qualche grado il suo "tiro" del 1972, che la coerenza delle politiche monetarie può essere ottenuta senza, e dunque prima che tutti i poteri monetari siano trasferiti a un organismo monetario centrale.

Nell'immediato, secondo Magnifico, si tratta solamente di far si che la coerenza delle politiche monetarie nazionali sia più durevole.

Bibliografia:

G. Magnifico: "Una moneta per l'Europa", ed. Laterza, Bari, 1976

G. Magnifico-Williamson: "Integrazione monetaria europea", Rapporto del gruppo di studio del Federal Trust (testo del rapporto preparato da un gruppo di studio del Federal Trust for Education and Research, di cui sono stati relatori John Williamson e Giovanni Magnifico, pubblicato dal Federal Trust nel febbraio del 1972 a Londra). Appendice del testo "Una moneta per l'Europa" Laterza, Bari, 1976

G. Magnifico: "L'unification monétaire européenne", Articolo, Moneta e Credito, marzo 1978

G. Magnifico: "L'unification monétaire européenne", dans le contexte de l'inflation et des déséquilibres pétroliers", Articolo, Banque, agosto 1975

* * *

2. *LA MONETA EUROPEA PROPOSTA DAL MANIFESTO DI OGNISSANTI (1975)*

a) *Introduzione*

Si tratta di un Gruppo di nove economisti europei che hanno scritto un Manifesto in favore dell'Unione monetaria europea (Basevi, Fratianni, Giersch, O'Mahony, Parkin, Peeters, Salin, Thygesen).

Il documento in questione constata il fallimento dell'integrazione monetaria secondo l'impostazione "monetarista" (restringimento dei margini di fluttuazione) e "economista" (coordinazione primaria delle politiche economiche e monetarie) e preconizza una terza via, quella della RIFORMA MONETARIA PROGRESSIVA.

Questa riforma consiste nel mettere immediatamente in circolazione una moneta comune indicizzata su di un paniere di merci e il cui tasso di conversione con le monete nazionali sarebbe aggiustabile in funzione del

potere di acquisto di queste ultime. La concorrenza tra questa moneta e le monete dei paesi membri obbligherebbe questi ultimi a coordinare le loro politiche e ad adottare una politica di stabilità, a meno di vedere le loro monete rimpiazzate molto rapidamente dalla moneta comune in questione.

b) *Fasi di realizzazione*

In un primo tempo il Fondo europeo di cooperazione monetaria (FECOM) o un'altra istanza monetaria communitaria emetterebbe una moneta a potere d'acquisto costante, l'EUROPA, che dopo l'abolizione dei controlli dei cambi, sarebbe dotata di un potere liberatorio sul territorio di ogni Stato membro allo stesso titolo della moneta nazionale. L'EUROPA verrebbe emessa contro le monete nazionali (dunque con una operazione di conversione) a dei tassi determinati sulla base di una formula (vedremo più tardi i dettagli tecnici dell'operazione).
Conformemente a questa formula, le autorità modificheranno i tassi di conversione dell'EUROPA in ognuna delle monete comunitarie, vale a dire apprezzeranno o deprezzeranno le monete comunitarie in rapporto all'EUROPA, in modo che quest'ultima conserverà un potere d'acquisto costante.

In un secondo tempo, quando l'introduzione dell'EUROPA sarà sufficientemente affermata e quando le monete europee cesseranno di circolare, una politica monetaria attiva sarà messa in opera per mantenere stabile il valore della moneta comune (creazione tramite operazioni di credito, open-market).

c) Elementi essenziali contenuti nel Manifesto di Ognissanti

1. *It is difficult to envisage a monetary union created by official edicts and legalistic structures. It must evolve in the market place.*

2. *The benefits of a monetary union qualitatively similar to the benefits accruing to a society as it moves from a barter to a monetary arrangement.*

3. *The case for a monetary union is not a case for fixed exchanges rates in a world of many monies. It is rather a case for the replacement of all national monies with one common unit of account, medium of exchange and store of value.*

4. *The single money (EUROPA) which replace national monies must have stability of purchasing power.*

5. *Our vision of monetary union differs from other visions in that we do not emphasise labour and capital mobility but rely on structural policies to correct possible regional imbalances.*

6. *There are no unemployment costs in monetary unification in the long run. The abdication of the national monopoly to print money has consequences only for the national rate of inflation, not for the long run of unemployment.*

7. *The cost of monetary unification is transitional and results from the temporary loss of employment as the country adjusts its inflation rate to the union inflation rate.*

8. *The adoption of the EUROPA presupposes the political will to harmonise inflation rates among countries. It also presupposes the national governments will be willing to replace the inflation tax with explicit taxation. We thus call for a full-fledged monetary reform.*

9. *In the period when the EUROPA and national monies will coexist, the quantity of EUROPAS will be solely determined by the desires of those who want to hold it. Conversions between EUROPAS and national monies will occur at variable ratios.*

10. *To preserve the benefits of the monetary reform, i.e., benefits which derive from a stable-valued money, monetary authorities should be given the same independence from political power and the same responsabilities to the rule of law we have accorded the judicial system.*

d) *Applicazione pratica dell'EUROPA, moneta a potere d'acquisto costante*

Nel libro "One money for Europe", libro scritto da un partecipante al Gruppo del Manifesto di Ognissanti, Theo Peeters, con Paul de Grauwe, viene illustrato un esercizio di simulazione fatto per rendere evidente l'applicazione dell'EUROPA del Manifesto di Ognissanti. La simulazione in questione intende mostrare come l'EUROPA del Manifesto può presentarsi in contrapposizione all'UCE della Commissione della CEE.

Simulazione: dal 10 marzo al 10 settembre 1975

Tabella 1: 1 UCE = 1 £ il 10 marzo 1975 (£ = EUROPA del Manifesto)

Currency	Amount of Currencies in basket (1)	Sterling Exchange Rate on 10.3.75 (2)	Sterling Value of Currency Amounts (3)=(1):(2)	Currency Weights (4)=(3):Σ(3)	Value of £ in each currency (5)=(2)·Σ(3)
DM	0.828	5.607	0.1477	27.4	3.02
FF	1.15	10.20	0.1127	20.9	5.50
L. St.	0.0885	1.0	0.0885	16.4	0.539
Lire	109.0	1536.0	0.0710	13.2	825.0
Hfl	0.286	5.763	0.0496	9.2	3.11
Bfr/Luxfr	3.80	83.24	0.0457	8.5	44.9
Okr	0.217	13.24	0.0164	3.0	7.14
Irish L.	0.00759	1.0	0.0076	1.4	0.539
			Σ = L.st. 0.539		

Fonte: Peeters T. "One money for Europe"

Il valore dell'UCE in termini di tasso di cambio delle monete nazionali, risulta dalla media dei movimenti sul mercato dei cambi, colonna 2. Per confrontare la situazione di marzo e di settembre, bisogna confrontare le tabelle 1 e 2.

Per esempio, l'£ si è deprezzata in questo periodo contro l'UCE del 4,6%, per contro la lira italiana si è apprezzata in rapporto all'UCE del 3,3%.

Tabella 2: l'UCE il 10 settembre 1975

Currency	Amount of Currencies in basket	Sterling exchange Rate	Sterling Value of Currency Amounts	Currency weights	Value of £ in each currency
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
DM	0.828	5.455	0.1518	26.93	3.075
FF	1.15	9.295	0.1237	21.94	5.240
Lit.st.	0.0885	1.0	0.0885	15.70	0.5637
Lira	109.0	1415.0	0.0770	13.66	797.6
Hfl	0.286	5.585	0.0512	9.08	3.148
Bfr/Luxfr	3.80	81.40	0.0467	8.28	45.89
Dkr	0.217	12.62	0.0172	3.05	7.114
Irsh L.	0.00759	1.0	0.00759	1.35	0.5637
			Σ= l.st. 0.5637		

Fonte: Peeters T. "One money for Europe"

Nella moneta del Manifesto, la quantità e il peso delle monete nazionali nel paniere sono ulteriormente aggiustabili in considerazione dei tassi d'inflazione misurati sulla base degli indici nazionali dei prezzi al consumo.

Tabella 3: l'E il 10 settembre 1975

Currency	Increase in CPI (consumer price indices) from Jan.to July (1)	Amount of Currency in Basket (2)	Sterling Exchange Rate on 10.9.1975 (3)	Sterling Value of Currency Amounts (4)=(2):(3)	Currency Weights (5)=(4):Σ(4)	Value of E in each Currency (6)=(3)·Σ(4)
DM	3.12	0.854	5.455	0.1566	26.20	3.260
FF	4.73	1.204	9.295	0.1295	21.66	5.56
Lit.st.	15.75	0.1023	1.0	0.1023	17.11	0.5977
Lire	5.02	114.0	1415.0	0.0806	13.48	845.7
Hfl	4.35	0.298	5.585	0.0534	8.93	3.338
Bfr/Luxfr	5.19	4.00	81.40	0.0491	8.21	48.65
Okr	3.29	0.224	12.62	0.0177	2.96	7.542
Irish L.	12.13	0.00851	1.0	0.00851	1.42	0.5977
				Σ= L.st. 0.5977		

Fonte: Peeters T. "One money for Europe"

La formula che permette di calcolare l'UCE può essere così espressa:

$$UCE = \sum_{i=1}^{9} \frac{a_i}{r_i}$$

dove a_i = *ponderazione della moneta nel paniere*

r_i = *tasso di cambio tra la moneta e la base di riferimento*

La formula che permette di calcolare l'E può essere così espressa:

$$E = \sum_{i=1}^{9} \frac{a_i\ (1+\ \ i)}{r_i}$$

dove i *è il tasso d'inflazione del paese i espresso in termini di indice nazionale dei prezzi al consumo*

Bibliografia:

A.A.A. riuniti:"Il Manifesto di Ognissanti"

A.A.A. riuniti:"L'Unione economica e il problema della moneta europea", Angeli editore, 1978

Theo Peeters + altri:"One money for Europe", edited by M. Fratianni e T. Peeters, 1978

3. *LA MONETA EUROPEA DEL RAPPORTO OPTICA I (1975)*

a) *Introduzione*

Il gruppo Optica, formato da un gruppo di esperti indipendenti, aveva come compito di redigere un rapporto che avrebbe apportato delle soluzioni al problema dell'unificazione monetaria europea, partendo da un'analisi delle teorie sulle zone monetarie ottimali: Optimum - Currency - Areas - OPTICA. Tra gli esperti che compongono il gruppo in questione notiamo Basevi, Claassen, Salin, Thygesen.

Il gruppo considera valide le affermazioni dei monetaristi sulla non efficacia delle variazioni dei tassi di cambio. I monetaristi affermano che gli effetti sui prezzi relativi di una variazione del tasso di cambio non sono che temporari. Inoltre essi non si estendono ai termini dello scambio, ma non si applicano che ai prezzi relativi tra beni scambiabili e beni non scambiabili.

Gli effetti di una variazione del tasso di cambio sviluppano degli effetti di riduzione (o di espansione) delle spese che non sono che temporarie fino a quando il valore reale degli averi non si è ricostituito. Dopo di che la bilancia dei pagamenti ritrova il suo livello iniziale.

Si arriva dunque alla conclusione, che effetti reali di una variazione del tasso di cambio esistono soltanto nella misura in cui persistono le rigidità e le illusioni monetarie. Se poi effettivamente essi dovessero esistere, non avrebbero che una durata limitata.

Al di là del corto termine, delle variazioni iniziali del tasso di cambio hanno essenzialmente un effetto nominale, vale a dire un effetto sul livello generale dei prezzi.

La struttura dell'economia e la crescita in termini reali non sono che toccate che in maniera transitoria. Questo implica che:

- *un paese membro della Comunità può rinunciare senza dover sopportare dei costi reali significativi, dopo un periodo transitorio, a una politica monetaria autonoma,*

- *dal punto di vista degli aggiustamenti reali interni e esterni, nessun regime di cambio non può essere considerato come incompatibile a priori con il processo di unificazione monetaria. La scelta di un regime di cambio dipende dallo stadio di unificazione in cui ci si trova.*

Per il gruppo Optica I, due sono essenzialmente gli obiettivi monetari dell'unificazione europea:

1. *La riduzione del tasso d'inflazione*

   Essa non può essere che graduale, in maniera da minimizzare gli effetti di recessione, ciò che implica un regime di cambi non fissi in quanto il tasso d'inflazione iniziale è differente in ogni nazione.

2. *La creazione di una moneta europea unica*

   Sarà il coronamento all'instaurazione di un regime di cambi fissi introdotto in una seconda fase per approfittare della diminuzione dei costi di transazione.

Il gruppo Optica sottolinea la sua presa di posizione realistica nell'affrontare il problema in questione. Esso considera l'Unione monetaria europea come una associazione alla quale ogni paese appartiene in quanto questo fatto gli permette di aumentare i suoi vantaggi politici ed economici, ma che dovrebbe prevedere, durante un periodo transitorio, delle clausole di salvaguardia nel caso dovesse essere necessaria una priorità nazionale.

Queste clausole sono concepibili solo nel caso del mantenimento della moneta nazionale. Da qui nasce l'idea del gruppo in questione per una moneta parallela che permette questo mantenimento.

Gli autori di Optica I considerano e criticano tre progetti di moneta parallela definiti anteriormente:

- *selezione di una moneta nazionale come moneta parallela europea,*
- *circolazione di tutte le monete nazionali come monete parallele potenziali,*
- *scelta di una moneta esterna, per esempio il dollaro, come moneta parallela europea.*

b) *La moneta parallela proposta dal gruppo Optica I*

Il gruppo propone una nuova moneta. Il mercato determinerà il suo posto in rapporto alle monete nazionali da una parte, e alle euro-divise dall'altra parte.
Per quello che riguarda il lanciamento di questa nuova moneta, gli autori affermano che durante un periodo iniziale, la nuova moneta sarà emessa tramite uno scambio volontario delle monete nazionali europee (tramite questa misura, la massa monetaria nominale europea non sarà toccata e continuerà a dipendere soltanto dalle politiche di emissione delle banche centrali nazionali). Lo scambio potrebbe effettuarsi tramite l'intermediazione di una istituzione europea quale il FECOM, o tramite ognuna delle banche centrali della Comunità. Le monete nazionali acquisite da questa istituzione europea costituiranno dei crediti sulle banche centrali che garantiranno il loro valore in monete europee.

In una fase ulteriore, ci dovrebbe essere la creazione di una banca centrale europea che emetterebbe della moneta parallela europea per mezzo degli strumenti tradizionali della politica monetaria (open market, per esempio). Ci sarebbe inoltre l'adozione di una regola di stabilità monetaria che assicurerebbe che il tasso di crescita della base monetaria europea non sorpassi il tasso di espansione della capacità di produzione dell'insieme della Comunità.

c) *Definizione della moneta parallela del gruppo Optica I*

Gli autori sottolineano preliminarmente che, per quello che concerne l'efficacità economica, la soluzione preferibile (soluzione di second best) sarebbe una moneta parallela europea completamente indicizzata. Essi però hanno preso in considerazione l'accettabilità politica di una tale proposta, in quanto i Governi interessati hanno nello stesso tempo degli obiettivi europei, degli obiettivi nazionali da seguire. Per questo fatto dunque, se gli obiettivi nazionali - che potrebbero restare almeno per un certo lasso di tempo predominanti - non fossero presi in considerazione, ogni proposta di unificazione monetaria europea si urterebbe a una viva opposizione politica.

Tenendo conto di queste considerazioni, il gruppo propone:

- *La moneta parallela potrebbe situarsi tra due soluzioni estreme. La prima soluzione è la moneta indicizzata del Manifesto di Ognissanti, la seconda è quella di una moneta completamente non indicizzata e definita unicamente come un paniere di monete nazionali europee a coefficiente fisso come è il caso per l'unità di conto europea della Commissione.*

- *La qualità monetaria della moneta parallela del gruppo Optica dovrebbe essere uguale a quella della moneta del paese meno inflazionietico. Dunque questa moneta dovrebbe a lungo termine essere efficace quanto la moneta nazionale più etabile.*

- *Nel caso in cui la divergenza dei tassi d'inflazione nazionali sarebbe inizialmente troppo grande, la moneta parallela non sarebbe introdotta, nella fase transitoria che nei paesi più stabili.*

- *La scelta tra la moneta parallela europea e le monete nazionali esistenti dipenderebbe dalle variazioni relative dei tassi di cambio tra loro, dal tasso d'interesse pagato sulle differenti monete e dal fatto che la moneta comune europea presenterebbe un vantaggio per quello che riguarda la comodità (la sua detenzione eviterebbe certi costi nelle transazioni intra-europee).*

- *La moneta parallela del gruppo in questione è un caso limite di moneta-paniere nella misura in cui ogni moneta ha vocazione ad entrare, con un peso uguale a uno. In altri termini, il paniere è composto di una sola delle monete europee, vale a dire, la migliore.*

Il gruppo Optica propone due soluzioni d'indicizzazione parziale per la loro moneta:

1. Indicizzazione parziale: prima soluzione

In questa prima soluzione, l'indicizzazione parziale, vale a dire il tasso al quale la moneta europea è scambiata contro una moneta nazionale, corrisponde allo scarto del tasso d'inflazione tra la moneta meno inflazionista e la moneta nazionale considerata. Dunque, moneta parallela legata alla moneta meno inflazionista.

2. Indicizzazione parziale: seconda soluzione

Questa soluzione consiste nell'introdurre una garanzia di cambio nei termini della moneta più apprezzata tra le monete che costituiscono il sistema monetario europeo (Serpente). Dunque, moneta parallela legata alla moneta nazionale la meno deprezzata o la più apprezzata.

Bisogna segnalare che la moneta più apprezzata non è sempre la stessa moneta nazionale. In tempi differenti qualunque moneta nazionale può trovarsi in questa situazione di moneta più apprezzata.

Il vantaggio della soluzione "garanzia di cambio" è che essa sembra essere di più facile applicazione. Essa permette di evitare delle discussioni difficili sulla scelta degli indici dei prezzi e la coordinazione della pubblicazione di questi indici.

Nel rapporto Optica è precisato che la scelta tra questi due sistemi d'indicizzazione non può essere fatta a priori.

Una tale scelta implica:

- *Una migliore conoscenza empirica della maniera in cui i tassi di cambio si formano nel corto termine in funzione delle parità dei poteri d'acquisto,*
- *una discussione dettagliata delle soluzioni possibili relative ai problemi posti dall'utilizzazione degli indici dei prezzi.*

Per garantire il successo del lancio della sua moneta parallela il gruppo Optica I propone:

- *una penetrazione progressiva e una coesistenza con le monete nazionali,*
- *una convergenza e una riduzione del tasso d'inflazione,*

- *l'adozione di regole per il tasso di espansione degli aggregati monetari,*
- *la realizzazione di una politica di ridistribuzione dei redditi sulla base della politica budgetaria e fiscale,*
- *l'introduzione delle politiche specifiche, fiscali, di trasferimento e strutturali per risolvere il problema degli squilibri regionali e strutturali all'interno dell'Unione.*

Bibliografia:

Commissione della CEE: Rapporto OPTICA 1975, "Verso l'equilibrio economico e l'unificazione monetaria", Direzione generale degli affari economici e finanziari, Bruxelles il 16 febbraio 1976

Henri Bourguinat: Journée d'études du Bischenberg, Eurépargne del luglio 1977

* * *

4. *LA MONETA EUROPEA DEL MANIFESTO DI VILLA PAMPHILI (1976)*

Dieci economisti hanno partecipato alla redazione di questo Manifesto (Balassa, Cromer, Gutowski, Lamfalussy, Magnifico, Oort, Triffin, Uri, Van Ypersele e Shonfield).

Questi autori sono dell'avviso che per evitare che le fluttuazioni dei tassi di cambio possano compromettere tutto quello che la Comunità ha realizzato dal Trattato di Roma in avanti, bisogna agire in tre direzioni ben distinte:

- *la politica dei tassi di cambio*
- *le politiche economiche interne*
- *l'introduzione di una moneta parallela.*

a) *La politica dei tassi di cambio*

- *i paesi membri non devono effettuare degli interventi troppo agressivi,*
- *un paese sarà autorizzato ad assumere una posizione agressiva se la necessità di riportare il tasso di cambio più vicino della cosiddetta zona-obiettiva (rapporto Duisenberg del 1976) sarà ammessa,*
- *la zona-obiettivo dei tassi di cambio sarà fissata riferendosi all'Unità di conto europea e sarà modificata ogni volta che le variazioni delle condizioni economiche lo domanderanno.*

b) *La coordinazione delle politiche economiche*

- *i paesi membri dovranno stabilire i loro programmi di politica economica consultandosi con la Comunità in caso di deviazioni importanti,*
- *la Comunità dovrà dotarsi di un più gran numero di strumenti finanziari per poter sostenere, in particolare, i paesi membri che sono ingaggiati in politiche economiche a lungo termine per il miglioramento delle loro strutture economiche.*

c) *L'introduzione di una moneta parallela*

Gli autori in questione abbandonano l'idea di un Unione monetaria completa per abbracciare un obiettivo più modesto ma forse più facilmente realizzabile: quello di un "area valutaria europea" (european exchange area).

Questo obiettivo, a parte delle regole per l'aggiustamento dei tassi di cambio, necessita dell'introduzione di una moneta parallela europea (EUROPA).

Questa moneta dovrebbe avere le funzioni di:

- *numerario: essa servirà per esprimere e stabilizzare i tassi di cambio delle monete europee,*
- *unità di conto: essa servirà per le transazioni intra-europee in conto corrente e in conto capitale, pubbliche e private,*
- *riserva di valore: essa sarà impiegata come mezzo per detenere sia i saldi di esercizio (da parte degli operatori privati internazionali e da parte degli intermediari), sia per le riserve ufficiali,*
- *mezzo di pagamento: che possa essere accettato nelle transazioni internazionali, pubbliche e private,*
- *mezzo d'intervento: impiegato dalle banche centrali sul mercato dei cambi.*

Gli autori del Manifesto di Villa Pamphili affermano che la loro EUROPA dovrebbe rispondere ai bisogni che non possono essere soddisfatti nella stessa maniere dalle monete europee. Essa dovrebbe essere qualche "cosa di un po' più valido".

Per rispondere a questa prerogativa gli autori del Manifesto in questione, propongono una moneta parallela che rifletta la media dei corsi delle altre monete europee. La grande maggioranza del gruppo è dell'opinione che l'unità di conto utilizzata dalla Commissione della CEE, l'UCE, possa soddisfare i bisogni fondamentali per una moneta europea funzionante.

Questa moneta rappresenterebbe la media delle monete della Comunità; la copertura del rischio di cambio può essere ottenuta sul mercato esistente in virtù della

composizione fissa, in termini di monete nazionali, per le quali esistono dei mercati a termine.

L'EUROPA dovrebbe essere introdotta sotto il controllo della Comunità. Per evitare che essa abbia degli effetti inflazionistici, dovrebbe essere emessa solamente in contropartita delle riserve di liquidità internazionale detenute dalle banche centrali dei paesi membri.

Bibliografia:

Natale Gilio: "Una moneta per l'Europa", Articolo, La Stampa, Giornale di Torino, 25.7.1976

* * *

5. *LA MONETA EUROPEA DI ROBERT TRIFFIN (1977)*

Triffin considera le difficoltà riscontrate questi ultimi anni sulla strada della creazione di una Unione monetaria europea e suggerisce di adottare una politica di transizione verso l'Unione monetaria radicalmente differente da quelle adottate fino ad allora.

La strategia proposta da Triffin dovrebbe concentrarsi su delle riforme concrete e realizzabili nell'immediato. Piuttosto che delle misure per raggiungere gli obiettivi più alti, bisognerebbe adottare delle misure essenziali per la lotta alla disoccupazione e all'inflazione.

Queste misure non dovrebbero comportare dei limiti significativi alle autorità nazionali per quello che concerne le politiche e le istituzioni monetarie interne.

Siamo dunque molto lontani dalle proposte tendenti alla centralizzazione totale dei poteri politici ed economici al livello europeo.

Alla base delle proposte di Triffin si trova l'adozione di un numerario europeo chiamato EUROPA e che dovrà assumere le funzioni di moneta parallela.

Secondo l'autore le funzioni di questa moneta parallela sarebbero le seguenti:

a) *L'EUROPA sarebbe il denominatore comune del sistema dei tassi di cambio europei, al posto del dollaro americano*

Triffin costata che i cinque paesi del Serpente (1977), uniscono le loro divise separatamente l'una dall'altra senza una unità di riferimento comune che rifletta questa solidarietà, e che i tassi di cambio degli altri paesi europei fluttuano liberamente sul mercato in rapporto alle altre valute.

Il dollaro resta dunque praticamente la sola unità comune di riferimento. Tutte le monete sono quotate in rapporto al dollaro. Per il calcolo dei riaggiustamenti dei tassi di cambio è il dollaro che viene utilizzato.

Triffin, portando come giustificazione il fatto che gli interscambi dei paesi membri della CEE sono adibiti per più della metà all'interno della Comunità (solamente l'8% con gli Stati Uniti), è dell'opinione che il centro di gravità per la regolamentazione dei tassi di cambio dovrebbe essere rappresentato da una unità monetaria europea comune.

b) *L'EUROPA sarebbe il punto di riferimento per la fluttuazione, per i riaggiustamenti, e per l'eventuale stabilizzazione dei corsi*

Per giungere a una stabilizzazione dei tassi di cambio tra i paesi membri, bisognerà concepire, almeno durante la prima fase, una concertazione dei movimenti dei cambi sia verso l'alto, sia verso il basso.

Dunque, possibilità per i paesi con eccedenze di rivalutare e per i paesi in disavanzo, di svalutare, questo per potersi contrapporre agli effetti dell'inflazione e della disoccupazione.

La parità dollaro/EUROPA e gli interventi di sostegno devono essere considerati come un impegno della Comunità; i paesi membri potranno intervenire sui cambi tra le loro monete e il dollaro solamente "transitando" per l'EUROPA.

La nuova moneta europea sarebbe dunque il principale punto di riferimento per i riaggiustamenti dei cambi dei paesi della Comunità.

c) *L'EUROPA sarà una moneta d'intervento*

Per evitare delle fluttuazioni disgregatrici all'interno dell'area della fluttuazione coordinata, bisognerà stabilire un sistema di aiuti da parte dei paesi eccedentari verso i paesi deficitari.

Questi aiuti saranno condizionati a delle misure di politica economica alfine di raggiungere un riequilibrio delle bilance dei pagamenti. Nella misura in cui, per esempio, i paesi con eccedenze adotteranno l'istituto della rivalutazione per limitare il loro saldo attivo, l'aumento delle loro riserve non dovrà essere esclusivamente in

dollari, ma una parte delle loro riserve dovrà essere in EUROPA. Questo fatto permetterà un'eventuale azione di sostegno agli altri paesi membri della Comunità. Triffin propone l'istituzione presso il FECOM di un conto di riserva in EUROPA. Egli propone di rendere multilaterali, con compensazioni su questi conti, tutti i debiti e i crediti bilaterali che risultano da operazioni di sostegno monetario per il finanziamento di interventi coordinati.

d) *L'EUROPA come alternativa al sistema delle eurodivise*

L'utilizzazione dell'EUROPA dovrebbe essere elargita a tutte le transazioni che sono al momento effettuate in valute straniere. L'EUROPA dovrebbe gradualmente rimpiazzare l'eurodollaro e le altre eurovalute in particolare per quello che concerne i depositi bancari.
Lo sviluppo del mercato dell'EUROPA specialmente per quello che riguarda l'attività bancaria, dovrebbe permettere degli interventi diretti sul mercato dei cambi tramite il FECOM e le banche centrali nazionali sia in EUROPA sia in valute nazionali.

Definizione dell'EUROPA

Triffin non attribuisce molta importanza a una scelta piuttosto che a un'altra per quello che concerne l'impostazione teorica della moneta europea. L'importante, egli sottolinea, è di fare qualche cosa.

Egli prende una posizione critica sulle proposte del Manifesto di Villan Pamphili (EUROPA = paniere di monete non indicizzato), sulla moneta europea adottata dalla Unione europea dei pagamenti (moneta equivalente, in ogni

momento alla moneta che risulta essere la più stabile tra quella degli stati membri in relazione al paniere ponderato delle monete) e sulla moneta proposta dal Manifesto di Ognissanti (moneta con un potere d'acquisto costante).

Anche se non si pronuncia in maniera evidente, egli sembra interessarsi per un tipo di moneta la cui realizzazione non dovrebbe comportare grossi problemi.

Egli parla di un'EUROPA la cui definizione dovrebbe essere quella di una valuta che sarebbe l'equivalente costante della valuta più forte in relazione alle altre.

In questa maniera si eviterebbero tutti i calcoli che domanda una moneta fondata su di un paniere di monete.

Triffin è dell'opinione che una moneta parallela non avrà difficoltà ad ottenere il finanziamento da parte delle Istituzioni ufficiali e da parte del libero mercato.

Questa definizione dell'EUROPA dovrebbe ricevere il consenso delle Banche Centrali in quanto queste hanno tendenza a massimizzare la sicurezza piuttosto che il guadagno. Questa definizione dovrebbe consentire alla EUROPA di sostituirsi al dollaro in tutte le funzioni che sono state fino a questo momento appannaggio della moneta americana.

Bibliografia:

R. Triffin: "Un'area europea dei regolamenti e della moneta europea", Articolo, Thema (Banca S. Paolo di Torino) numero uno, 1977

P. Werner: "L'Europe monétaire reconsidérée", edizione Centre de recherche européen de Lausanne, 1977

A.A.A.: "L'Europe des crises", ed. Bruylant, 1976

* * *

6. *LA MONETA EUROPEA DELLA "NOUVELLE POLITIQUE"*

Gli ideatori di questa "Nouvelle Politique" (Woehrling, Elasasser - che risulta essere sempre lo stesso Woehrling - e altri di cui è difficile scoprire l'identità - per cui è possibile credere che non ce ne siano altri) si definiscono dei neo-keynesiani. Alla base della loro strategia si trova una combinazione della politica dei tassi di cambio (politica della domanda globale che agisce tramite il mercato) e le politiche strutturali o settoriali, quali le politiche regionali e industriali (che si fondano su dei trasferimenti di bilancio).

Per quello che concerne il problema dell'integrazione, secondo la "Nouvelle Politique", le strutture economiche sono rigide, i comportamenti individuali non si adattano rapidamente alle modifiche dei prezzi e dei redditi. Ci vuole un certo tempo prima che le scosse impresse all'economia vengano assorbite. Dunque, validità della politica dei tassi di cambio. In materia di integrazione europea, gli effetti di una modifica dei tassi di cambio, siccome non si ripercuotono rapidamente, le industrie esportatrici ne tireranno profitto.

Gli autori in questione non accettano l'idea di una politica monetaria uniforme per correggere le situazioni inflazionistiche europee. In effetti quando ci si situa sul piano dell'inflazione e della crescita, si constata che la propensione all'inflazione varia da un paese all'altro a seconda del tipo di struttura economica. Se una politica uniforme fosse applicata a tutte le strutture economiche europee, si assisterebbe a delle "performances" differenti che rimarrebbero tutte al di là dell'ottimo che ogniuna di esse potrebbe raggiungere se applicata isolatamente.

Due sono i principali fondamenti della strategia proposta dalla "Nouvelle Politique": la necessità di una flessibilità controllata dei tassi di cambio; e la necessità di una moneta europea.

a) *Necessità di una flessibilità controllata dei tassi di cambio*

La "Nouvelle Politique" non ammette l'idea di un restringimento immediato dei margini di fluttuazione. Anche se realizzabile politicamente, una misura del genere porterebbe i membri più deboli dell'Unione a dover subire una dipendenza crescente per quello che concerne i trasferimenti di bilancio.

La "Nouvelle Politique" propone l'introduzione di una flessibilità intra-europea controllata dei tassi di cambio (destinata a compensare le divergenze tra le propensioni nazionali all'inflazione) associata al grado di coordinazione delle politiche monetarie reso necessario dall'alto livello d'integrazione monetaria dei mercati.

I tassi di espansione delle masse monetarie e la percentuale di variazione delle parità sarebbero da determinare in un quadro di una politica a medio termine che lascierebbe una certa libertà alle politiche monetarie nazionali nel corto termine.

b) *Necessità di una moneta europea*

Gli autori della "Nouvelle Politique" sottolineano le conseguenze monetarie dell'integrazione economica e concludono, sulla base di un'analisi in termini di gestione di portafoglio, che una sostituzione degli eurodollari in una moneta europea (Europa) si impone.

L'assenza di una moneta di questo genere è la causa principale dell'incapacità nella quale si trovano le autorità europee di coordinare le loro politiche economiche e di mettere in opera una politica monetaria europea.

Considerazioni in termini di gestione di portafoglio del comportamento degli agenti economici:

1. *Essi ricorrono, per sostenere le loro transazioni internazionali a degli strumenti finanziari diversi stilati in monete multinazionali, e rifanno costantemente la composizione dei loro portafogli in funzione dell'evoluzione dei tassi d'interesse e dei tassi di cambio, provocando così dei movimenti di capitali che perturbano l'attività economica e che pongono dei limiti alla politica monetaria.*

2. *Essi includono di preferenza nei loro portafogli dei valori finanziari molto liquidi, vale a dire quelli ch sono facilmente mobilizzabili e che sono stilati nelle monete più importanti.*
   La preoccupazione di razionalizzare la gestione del portafoglio tende a limitare il numero delle monete utilizzate. Questo fatto provoca l'apparizione delle monete dette internazionali o parallele, come il dollaro.

L'integrazione monetaria si trova così definita come la situazione nella quale la gestione della tesoreria e del portafoglio utilizza regolarmente degli averi stilati in diverse monete.
L'integrazione monetaria è un fenomeno di mercato che si conclude con un aumento degli averi e dei crediti in monete estere.

L'integrazione europea è dunque all'origine, in larga misura, dell'estensione del mercato dell'euro-dollaro e degli euromercati in genere.
Gli autori della "Nouvelle Politique" affermano che uno dei principali inconvenienti associati all'utilizzazione del dollaro come moneta o liquidità nelle transazioni commerciali in Europa, è il fatto che le condizioni dell'offerta di queste liquidità dipende dalla politica monetaria americana.
Essi sottolineano dunque che è venuto il momento di creare una "buona moneta europea comune". In effetti il mercato ha bisogno di una moneta di questo genere in quanto il dollaro non soddisfa più in modo incondizionato il suo vecchio ruolo. Questa nuova moneta dovrebbe essere per gli autori in questione, "forte e liquida".

Metodo per instaurare una zona di circolazione della nuova moneta

- *Interdizione momentanea a tutti i residenti europei di utilizzare delle divise che non siano le loro monete nazionali o l'EUROPA; questa misura dovrebbe permettere la conversione, su di una larga scala, degli attivi e dei crediti europei stilati in dollari e in altre euromonete in EUROPA.*

- *Il Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECOM), dovrebbe essere riformato. Esso dovrebbe esercitare il ruolo di Banca centrale.*

- *Le autorità si impegnerebbero a condurre, durante i primi anni che seguono l'operazione di conversione, una politica per una EUROPA forte sui mercati dei cambi.*

- *L'EUROPA, secondo gli autori della "Nouvelle Politique" non avrà come scopo di rimpiazzare le monete europee. Essa avrà come scopo di rimpiazzare il dollaro. Essa avrà le stesse caratteristiche del mercato delle euromonete. Essa non circolerà tra il grande pubblico europeo; questo fatto eliminerà il pericolo che le convenzioni collettive siano concluse in questa unità monetaria.*

Riforme preconizzate come complemento all'introduzione dell'EUROPA

a) Aumento delle competenze dei governi nazionali:

- *istaurazione di una flessibilità moderata dei tassi di cambio (con il corollario di una certa libertà di azione nella politica monetaria),*
- *indipendenza allargata nel campo delle politiche di bilancio (fiscal policies) che sarebbero sostenute da dei prestiti pubblici sul mercato europeo della EUROPA,*
- *alleggerimento, grazie all'utilizzo dell'EUROPA, degli obblighi dati dal ricorso alle euromonete.*

b) Messa in atto di una politica monetaria europea:

- *il FECOM riformato avrà come compito di determinare, sulla base di diverse considerazioni, il tasso di espansione dell'EUROPA, cosa che determinerà un certo tasso di cambio tra l'EUROPA e il dollaro,*
- *i governi nazionali conserveranno nei confronti dell'EUROPA un potere reale. Essi avranno in effetti una certa supervisione sulla gestione della politica dell'EUROPA,*
- *la politica monetaria europea dovrà permettere di trovare un punto di equilibrio tra la stabilità e la crescita. Più i trasferimenti intra-europei saranno importanti, più la politica monetaria potrà indirizzarsi verso la stabilità.*

Per terminare con gli adepti della "Nouvelle Politique", mi sembra interessante di proporre alla lettura un passaggio di un intervento di Francis Woehrling in occasione di una delle giornate di studio organizzate dal "Crédit Mutuel de Belgique" en 1977. Questo intervento inquadra in modo significativo il pensiero degli autori della "Nouvelle Politique" verso i tentativi del passato.

> *"... Nous ne sommes plus d'accord avec la conception qui est à la base du rapport Werner. Il s'en suit qu'il n'est pas nécessairement correct, si je me place au niveau de la théorie économique, de dire que l'Union monétaire telle qu'elle est définie par le rapport Werner est l'objectif à poursuivre maintenant. Le nouveau modèle de référence pourrait fort bien être celui d'organisation des étapes successives d'intégration. L'Union monétaire parfaite pourra être remise à une date beaucoup plus ultérieure du fait que nous auons été capables de mieux institutionnaliser les diverses étapes. En ce moment, nous n'avons rien, c'est le chaos monétaire. Dans ces conditions, il est très grave de se tenir exclusivement à l'idée d'une union monétaire "idéale", qui ne vaut en tout état de cause que pour des marchés parfaitement intégrés, sans nous rendre compte que pour les diverses étapes d'intégration, cet état idéal n'est pas du tout désirable. Quand l'écart entre l'objectif et la réalité est tellement énorme, il ne peut que démoraliser les énergies et conforter ceux qui veulent retourner à l'Economie-nation".*

Bibliografia:

Francis Woehrling: "Pour une union monétaire européenne dès 1973", Articolo, Chroniques d'actualité, Febbraio 1972

Francis Woehrling: "Le rôle de la monnaie dans l'unification monétaire", Articolo, Chroniques d'actualité, Marzo 1975

Francis Woehrling: "Plaidoyer pour une politique d'unification monétaire européenne réaliste", Articolo, Banque, Aprile 1976

* * *

LO SME: LE IDEE DI BASE E LE CARATTERISTICHE TECNICHE

.1. Le idee di base

Gli elementi centrali del nuovo Sistema monetario europeo possono già essere intravvisti in determinati progetti anteriori.
Cito a questo proposito il Piano Fourcade del 1975, piano che indicava le modifiche da apportare al Serpente monetario affinchè si potesse giungere al salvataggio della fluttuazione congiunta. Il Piano Fourcade lanciava l'idea di interventi intramarginali, proponeva l'uso di un ECU quale pivot nel sistema comunitario di cambio, e prevedeva una cosiddetta "joint dollar policy".

Un'altra proposta, dalla quale lo SME ha attinto alfine di creare le sue strutture, è stato il Piano Duisenberg del 1976. In esso si prevedeva la creazione di "zone obiettivo" per i tassi di cambio dei paesi partecipanti al sistema (delle considerazioni sulle "zone obiettivo" sono state già fatte in precedenza). Secondo le indicazioni del piano in questione, queste "zone obiettivo" servirebbero a far nascere un maccanismo di consultazione su scala comunitaria quando i tassi del mercato dovessero uscire dai limiti prefissati. Senza entrare nei dettagli, possiamo affermare che l'idea di un intervento supposto quando i tassi di cambio dovessero uscire dai limiti prefissati, è stata ripresa nel senso della creazione di un indicatore di divergenza.

A queste proposte del passato, proposte di carattere prettamente tecnico bisogna aggiungere lo sforzo di sintesi dato dal discorso di Roy Jenkins all'università europea di Firenze nell'ottobre del 1977. Esso diede lo spunto per la ripresa delle discussioni attorno ad un progetto tendente ad unire le forze europee alfine di superare le difficoltà del momento.

Due testi fondamentali sono all'origine della concezione istituzionale dello SME: l'allegato al comunicato del Consiglio europeo di Brema del luglio 1978 e la risoluzione del Consiglio europeo di Bruxelles del dicembre 1978.

4.1.1. L'allegato al comunicato di Brema

In esso sono descritte, nelle sue grandi linee, le implicazioni fondamentali del futuro SME . Sono previsti in particolare tre punti:

- Un meccanismo di cambio destinato a stabilizzare le relazioni tra le monete europee. Questo meccanismo dovrà essere coercitivo almeno come quello del Serpente. All'inizio, gli interventi saranno effettuati nelle monete dei paesi partecipanti;

- Una moneta europea, l'ECU, la cui definizione ricalcherà quella dell'unità di conto della Commissione della CEE, vale a dire l'UCE (nell'allegato al punto 4.2. parlerò in dettaglio di questa unità di conto). L'ECU dovrà essere essenzialmente utilizzato per la regolamentazione delle operazioni tra le autorità monetarie della Comunità; vale a dire che le Banche centrali potranno regolare le operazioni utilizzando l'ECU in sostituzione della moneta americana;

- La creazione di un Fondo Monetario Europeo (FME), che dovrà trasformarsi in seguito in una Banca centrale europea.

L'annesso di Brema indicava come caratteristica degli Accordi europei di cambio il fatto che l'ECU avrebbe dovuto essere al centro del sistema. Nel seguito, due interpretazioni estreme sono state proposte. Queste interpretazioni consistevano in due modelli molto diversi tra di loro. Per comodità essi vengono comunemente definiti come "modello francese" (schema-paniere) e "modello tedesco" (schema-serpente).

Il "modello francese"

Esso identificava l'ECU con l'UCE (unità di conto europea) composta di quantità fisse di monete comunitarie. L'ECU così definito avrebbe dovuto rappresentare sia il numerario del sistema, sia il parametro in rapporto al quale si sarebbero dovuti definire i tassi pivots, le fluttuazioni consentite e dunque gli obblighi di intervento. Un sistema del genere necessita di alcune considerazioni:

- In generale una moneta, definita come moneta deviante, raggiunge il margine (superiore o inferiore) senza che nessun altra moneta si trovi al margine opposto. La posizione del paese deviante comporta in linea di principio l'assunzione di oneri di aggiustamento unilaterali, sia per i paesi in disavanzo sia per quelli con eccedenze. Se il paese deviante interviene in monete comunitarie, si verificano delle posizioni di debito o di credito involontarie dei paesi le cui monete vengono utilizzate.

- Ogni moneta avrà un peso differente, e variabile nel tempo (in diminuzione per le monete che si deprezzano, in aumento le monete che si apprezzano). Da questo fatto deriva che le monete hanno un potere d'attrazione differente in rapporto al paniere stesso. Questo comporta delle assimetrie nel funzionamento del sistema.

- La modifica nei rapporti di cambio bilaterali in rapporto a una sola moneta (per esempio quella deviante), provoca necessariamente la revisione di tutti i tassi di cambio centrali in rapporto all'ECU e la ridistribuzione dei pesi di tutte le monete.

Il "modello tedesco"

Lo schema tedesco dell'interpretazione dell'allegato di Brema comportava un modello completamente differente. Secondo questo approccio i valori centrali definiti in rapporto all'ECU, al momento dell'inizio degli Accordi europei di cambio, sarebbe serviti unicamente per determinare una griglia di parità bilaterali in rapporto alle quali si sarebbero dovuti fissare dei margini di intervento esclusivamente bilaterali. La griglia e i punti di intervento avrebbero dovuto rimanere in vigore fino alla variazione dei tassi pivots.

Il sistema proposto rappresentava nella sostanza una riedizione e un allargamento del Serpente, nel quale sarebbe stata soltanto modificata la definizione della unità di riferimento.

Apparve subito evidente dall'analisi tecnica che i due modelli non avrebbero potuto raccogliere grossi consensi.

Lo schema ECU-UCE, mostrava non soltanto delle gravi lacune teoriche, ma anche delle difficoltà di applicazione pratica. I paesi membri del Serpente dimostravano infatti una forte avversione all'adozione di un sistema che non presentava dei punti di riferimento precisi. L'indeterminazione del sistema che sarebbe andata aggravandosi ulteriormente a

causa dell'adozione di margini diversificati per le monete in quel momento fluttuanti, risultava inaccettabile.

D'altra parte, lo schema-serpente sembrava esclusivamente un serpente nuova maniera. Dunque, in definitiva molto poco attraente per i paesi le cui monete avevano abbandonato il vecchio accordo.

L'obiezione principale a questo schema consisteva nel fatto che lo stesso mancava di un assimetria reale nella ripartizione degli oneri dell'aggiustamento: la perdita di riserve obbligava ad adottare delle misure correttive molto più in anticipo che nel caso opposto di eccedenze della bilancia dei pagamenti.

.1.2. La risoluzione di Bruxelles del dicembre 1978

Questa risoluzione rappresentava un compromesso tra queste diverse proposte. Fu appunto definita il "compromesso-belga". Essa si fonda su tre principi:

- L'ECU, definito come il paniere UCE, è il numerario del sistema. I punti di intervento massimi e minimi sono tuttavia stabiliti su di una base bilaterale (meccanismo della griglia delle parità);

- Il margine di deviazione delle monete, prese singolarmente, dal paniere ECU, rappresenta la base per determinare il grado di divergenza dal baricentro europeo. La "soglia di divergenza" è calcolata per ogni moneta in modo da eliminare l'incidenza differente del peso sulla probabilità che si arrivi alla soglia stessa;

- Quando una moneta raggiunge i margini bilaterali, gli interventi sui mercati dei cambi sono obbligatori e illimitati, secondo le regole generali del sistema del Serpente. Quando invece una moneta sorpassa la "soglia di divergenza", per le autorità interessate si verifica una "présomption d'action" tramite delle misure che vanno dagli interventi diversificati alle misure di politica interna.

Così definito dai documenti ufficiali e da un certo numero di testi di applicazione, il Sistema monetario è fondato sulle caratteristiche generali seguenti: (nel punto 4.3. verranno esaminate le caratteristiche tecniche del nuovo sistema in modo dettagliato).

- La definizione di tassi di cambio stabili ma aggiustabili; caratteristica questa che comporta l'esistenza di un numerario comune, la fissazione di margini di fluttuazione, la possibilità di modificare i corsi pivot in ECU e l'organizzazione delle relazioni tra le monete dello SME e l'esterno.

- La ricerca di una più giusta ripartizione degli oneri d'intervento; con la presenza di un elemento nuovo definito "indicatore di divergenza".

- Lo sviluppo della solidarietà tra i paesi membri; con un accenno di messa in comune delle riserve di cambio e un accrescimento dell'aiuto portato ai paesi che si urtano a dei problemi di finanziamento.

1.2. Le caratteristiche tecniche del Sistema monetario europeo

1.2.1. L'Unità monetaria europea; l'ECU

a) L'ECU unità di conto

L'accordo del 5 dicembre prevedeva che il valore e la composizione dell'ECU, avrebbero coinciso, in una prima fase con il valore dell'unità di conto europea UCE.

L'UCE è stata adottata nell'aprile del 1975 dal Consiglio della Comunità per esprimere le somme degli aiuti stipulati in base alla convenzione di Lomè e estesi da allora alla gran parte dei settori di attività della Comunità (BEI, CECA, budget). L'UCE, come abbiamo visto nell'allegato precedente, è un'unità di conto di tipo paniere il cui valore è uguale alla somma dei montanti fissi delle diverse monete comunitarie.

	Montanti fissi	Ponderazione delle monete	
		Aprile 1975	13 marzo 1979
DM.....	0,828	27,3	33,0
FF.....	1,15	19,5	19,9
Sterl. ingl..	0,0885	17,5	13,3
Lit.....	109,0	14,0	9,5
Fl.....	0,286	9,0	10,5
FB-Flux.....	3,80	8,2	9,6
DKr.....	0,217	3,0	3,1
Sterl. Irlan..	0,00759	1,5	1,1
		100,0	100,0

Quando lo SME è entrato in vigore il 13 marzo 1979, l'ECU si è rivelato essere nient'altro che una nuova denominazione della vecchia UCE. Si tratta dunque di un paniere standard dello stesso tipo di quello che definisce il DSP. Esso contiene, come detto, dei montanti fissi di ogni moneta comunitaria. Questi montanti restano invariati quando variano i valori delle monete.

A differenza dell'UCE, l'ECU comporta una procedura di revisione. E' infatti previsto che la composizione dell'ECU sarà oggetto di un riesame, e in caso di necessità, di una revisione, nel lasso di tempo di 6 mesi a partire dall'entrata in vigore del sistema, e in seguito ogni 5 anni, su domanda, se il peso di una qualsiasi delle monete che compongono il paniere è variata del 25%.

Queste revisioni devono essere mutualmente accettate; non avranno effetto come tali di modificare il valore esterno dell'ECU; saranno effettuate tenendo conto dei criteri economici sottostanti.

Proposizione per una ridefinizione dei pesi nel paniere ECU, esempio:

	PIL*		Popolazione*		Commercio estero*		Commercio intra-CEE*		Proposta di ponderazione		Per memoria (11)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9) (6)+(8)	(10) (2)+(4)+(9)	pesi iniziali	pesi
	miliardi di $	%	migliaia	%	miliardi di $	%	miliardi di $	%	2 %	3 %	UCE (28/6/74)	E (12/
Belgio	95,37	4,85	9.850	3,79	44,204	9,59	35,224	11,42	10,51	6,49	7,90	9,2
Lussemburgo	3,43	0,17	358	0,14							0,30	0,3
Danimarca	55,80	2,84	5.111	1,97	11,887	2,58	9,008	2,92	2,75	2,52	3,00	3,0
Germania	637,76	32,42	61.317	23,61	142,285	30,87	94,656	30,69	30,78	28,94	27,30	32,9
Francia	468,26	23,81	53.239	20,50	78,916	17,12	49,596	16,08	16,60	20,30	19,50	19,8
Irlanda	12,05	0,61	3.222	1,24	5,649	1,23	4,500	1,46	1,34	1,06	1,50	1,1
Italia	259,33	13,18	56.740	21,85	56,075	12,16	34,977	11,34	11,75	15,59	14,00	9,5
Paesi Bassi	130,18	6,62	13.937	5,37	50,263	10,90	40,146	13,01	11,96	7,98	9,00	10,5
Regno Unito	304,76	15,50	55.894	21,53	71,702	15,55	40,351	13,08	14,31	17,12	17,50	13,3
Comunità	1.967,04	100,00	259.668	100,00	460,981	100,00	308,458	100,00	100,00	100,00	100,00	100,0

(*) Dati relativi al 1978.

Fonte: R. Masera, "L'unificazione monetaria e lo SME", Ed. Il Mulino, Bologna 1980

Il corso dell'ECU in una qualsiasi moneta, è uguale alla somma dei controvalori in questa moneta, dei montanti di ognuna delle altre monete CEE considerate nella composizione dell'ECU.

Esempio: Composizione de-l'ECU e suo valore in FB

Monete comunitarie	Quantità	Tasso di cambio sul merceto di Bruxelles il 29.12.1978	Controvalore in FB convertibili	Peso in % il 29.12.1978
DM	0,828	15.8100	13.0907	33.0
FF	1.15	6.9025	7.9379	20.0
LIT	109.0	3.4882	3.8021	9.6
HFL	0.286	14.6150	4.1799	10.5
BFR	3.66	1.0000	3.6600	9.2
LFR	0.14	1.0000	0.1400	0.4
UKL	0.0885	58.4800	5.1755	13.1
IRL	0.00759	58.4800	0.4439	1.1
DKR	0.217	5.6940	1.2356	3.1
			39.6656	100.0

Fonte:

Esempio: Calcolo dei controvalori dell'ECU il 1/12/1978

Ammontare di monete nazionale che entre nella definizione dell'ECU e dell'UCE		Tasso dl cambio del 1. 12.78 in rapporto al dollaro	Controvalore espresso in dollari di ogni ammontare di monete nazionale	Controvalore in monete nazionale della somma degli ammontari espressi in dollari
(a)		(b)	(c)= (a) : (b)	(d)= somma in dollari x (b)
0,828	DM	1,9358	0,4277301	2,51689
1,15	FF	4,4495	0,2584560	5,78516
0,0885	UKL	1,9364	0,1713714	0,671443
109	LIT	853,00	0,1277842	1109,06
0,286	HFL	2,1035	0,1359638	2,73494
3,66	BFR	30,6675	0,1193445	39,8734
0,140	LFR	30,6675	0,0045650	39,8734
0,217	DKR	5,3885	0,0402709	7,00604
0,00759	IRL	1,9364	0,0146972	0,671443
	Somme degli ammontari espressi in dollari:		1,3001831	

Fonte: Economie Européenne, Bulletin de la Commission de la CEE

Costruzione dell'ECU in termini algebrici

In termini algebrici possiamo scrivere, nel quadro di un paniere di 9 monete:

(1) $ECU = \sum_{1}^{9} a_i M_i$

a_i è la quantità di moneta M_i

il suo valore di mercato in termini della moneta j è:

(2) $ECU_j = a_j M_j + \sum_{i=1}^{8} a_i M_i R_{ij}$

R_{ji} è il valore di mercato di una unità della moneta M_i in termini della moneta M_j, vale a dire il tasso di cambio tra le due monete in termini della moneta M_j.

Il suo valore ufficiale in termini della moneta j è l'inverso del tasso pivot di questa moneta e può essere espresso tramite l'equazione:

(3) $ECU^* j = a_j M_j + \sum_{i=1}^{8} a_i M_i R^* ij$

$R^* ij$ rappresenta le parità bilaterali (tassi ufficiali) tra le monete i e la moneta j.

(4) La ponderazione pj della moneta Mj è data dalla formula seguente:

$pj = \frac{a_j M_j}{ECU_j}$ ponderazione di mercato o $p^*j = \frac{a_j M_j}{ECU^*j}$ ponderazione ufficiale

pj varia giorno per giorno in funzione della variazione del valore dell'ECU espresso in termini di M_j (ECU_j).

Questo valore varia esso stesso in funzione dei tassi di cambio tra le monete M_i e la moneta M_j. Quando M_j si apprezza in media in rapporto alle altre monete, il valore dell'ECU in termini di M_j si deprezza e di conseguenza la ponderazione di M_j nel paniere aumenta (e viceversa).

Come abbiamo già avuto modo di vedere, per evitare delle modifiche troppo grandi nelle ponderazioni relative delle diverse monete, è previsto che la composizione dell'ECU farà l'oggetto di un riesame, e in caso di necessità, di una revisione tenendo conto dei criteri economici sottostanti.

b) L'ECU attivo di riserva

L'ECU è creato dal Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECOM) in contropartita di un trasferimento, da parte delle banche centrali dei paesi partecipanti all'accordo, di una parte delle loro riserve.

I paesi vendono in contanti e riacquistano a termine il 20% del loro oro e dei loro dollari. Si tratta in questo caso di swaps, grazie ai quali la cessione non è definitiva e non comporta un trasferimento di proprietà. Sarà solamente al termine della fase iniziale di due anni, quando gli strumenti che istituiscono lo SME saranno ratificati, che una parte delle riserve potrà essere ceduta al Fondo Monetario Europeo (FME), istituto che dovrà rimpiazzare il FECOM (questo termine dei 2 anni non è stato rispettato).

Entrando più in dettaglio nella questione, notiamo che qualunque sia la sua forma giuridica, il trasferimento dovrà essere contabilizzato appena esso verrà effettuato.

L'oro e i dollari detenuti da ogni banca centrale diminuiscono in concorrenza dei montanti trasferiti, mentre che nel bilancio del FECOM queste stesse riserve appaiono all'attivo. Questi trasferimenti non sono che la contropparte di una creazione di ECU.

Il FECOM aprirà un conto in ECU al nome di ogni banca centrale; queste avranno dunque degli averi in ECU sottoforma di un conto presso il Fondo. In queste condizioni:

- il bilancio di ogni banca centrale farà apparire una sostituzione nelle riserve, la cui composizione varia: oro e dollari saranno, in parte, rimpiazzati da ECU;
- il bilancio del FECOM farà apparire una creazione di ECU che si iscriverà al passivo in contropartita di un'acquisizione di oro e di dollaro che troverà il suo posto all'attivo.

Per quello che concerne la ripartizione degli ECU tra i paesi della Comunità, nessuna regola è imposta. Ogni paese riceverà il valore in ECU delle riserve che avrà trasferito. Le differenze potranno essere molto grandi tra i paesi partecipanti, anche per il fatto che gli averi in oro devono essere espressi ad un corso vicino a quello di mercato.

Per quello che concerne il deposito in dollari si può constatare che la nuova moneta creata (ECU) si sostituirà alla moneta americana nelle riserve dei paesi membri della Comunità. Una relazione verrà ad instaurarsi dunque tra l'ECU e il dollaro, nella misura in cui un esame periodico e una procedura appropriata dovranno garantire che ogni banca centrale manterrà in permanenza almeno il 20% delle sue riserve in deposito al Fondo.

Per quello che concerne il deposito in oro si constata che le riserve metalliche dei paesi della Comunità saranno dunque in parte rimpiazzate da degli averi in ECU.
Al livello europeo, la sostituzione dell'ECU all'oro, non consacrerà la fine del metallo giallo. Al contrario,

questa misura tende a ufficializzare, in una certa maniera il corso del metallo constatato quotidianamente sul mercato libero; questa misura farà si che l'oro sarà utilizzato, in maniera indiretta, nei regolamenti intracomunitari.

Per concludere con la parte "ECU attivo di riserva", possiamo affermare che l'ECU è in verità una sorta di conto di sostituzione a livello europeo. L'ECU attivo internazionale comporta due vantaggi specifici:

- il primo è quello di assicurare una protezione contro il rischio di cambio in quanto i plusvalori che si constatano sull'oro, possono compensare, per esempio eventuali minusvalori che si potrebbero constatare sul dollaro (o viceversa);
- il secondo vantaggio è che l'ECU offre una facoltà di mobilizzazione dell'oro delle banche centrali dei paesi europei, mentre che l'oro non circola tra le banche centrali della zona FMI.

c) L'ECU mezzo di regolamento

L'impiego dell'ECU come mezzo di regolamento è sottoposto a certi limiti:

- gli ECU non possono essere utilizzati che dalle banche centrali comunitarie che devono regolare i saldi degli interventi legati al funzionamento del sistema di cambio;
- gli ECU non devono venir trasferiti che per assicurare il regolamento del 50% dei saldi d'intervento. Le banche centrali creditrici non sono tenute ad accettare un tale regolamento al di là di questa percentuale.

L'accordo del 5 dicembre prevede, al termine del periodo iniziale dei due anni, un'utilizzazione integrale dell'ECU quale avere di riserva e strumento di regolamento. Dopo questo periodo, l'ECU potrebbe essere impiegato senza limiti nei regolamenti intracomunitari.

Esso potrebbe essere ceduto in quanto tale nelle operazioni di pagamento. Questo è tecnicamente possibile in quanto l'ECU, come abbiamo visto precedentemente parlando dell'ECU attivo di riserva, ha la forma di un conto aperto dal FECOM al passivo del suo bilancio, a nome delle nove banche centrali della Comunità. La banca centrale debitrice può domandare al Fondo di addebitare il suo conto in ECU; nello stesso tempo la banca centrale creditrice vedrà il suo conto in ECU accreditato.

E' in questa maniera che dei regolamenti potranno essere effettuati direttamente in ECU in seno alla Comunità.

4.2.2. Il meccanismo di cambio e d'intervento

Esso comporta due elementi principali, la griglia dei tassi di cambio bilaterali e l'indicatore di divergenza:

a) La griglia dei tassi di cambio bilaterali

Questo concetto è di origine tedesca. Ogni moneta ha un tasso pivot legato all'ECU. Presi due a due i tassi pivot determinano una griglia di tassi di cambio bilaterali.

Il 13.3.1979, i tassi pivot dell'ECU erano i seguenti:

1 ECU	=	5,79838	Franchi francesi
		2,51064	Marchi tedeschi
		39,4582	Franchi belgi
		2,72077	Fiorini olandesi
		1148,14	Lire italiane
		7,085792	Corone danesi
		0,662638	Lire irlandesi

Il quoziente dei corsi pivot espressi in ECU permette di determinare, per le monete aderenti al sistema, una griglia dei corsi pivot bilaterali comparabili alle "parità" del sistema di Bretton-Woods e del meccanismo del Serpente.

Griglia delle parità il 13.3.1979

	Belgio FB/FL	Danimarca DKR	Francia FF	Irlanda IRL	Italia LIT	Olanda HFL	Germania DM
100 FB/FL		17.5585 17.9581 18.3685	14.368 14.6940 15.029	1.64198 1.67934 1.71755	2740.44 2909.79 3089.62	6.7420 6.89531 7.0520	6.221 6.36277 6.508
100 DKR	544.45 556.852 569.5		80.01 81.8206 83.69	9.24343 9.35146 9.56424	15260.5 16203.3 17204.5	37.5425 38.3967 39.2700	34.645 35.4313 36.235
100 FF	665.375 680.512 696.00	119.49 122.207 124.985		11.1739 11.4201 11.6881	18649.0 19801.5 21025.2	45.88 46.9235 47.99	42.335 43.2995 44.285
1 IRL	58.2225 59.5471 60.9020	10.4555 10.6935 10.9365	8.5555 8.75034 8.9495		1631.85 1732.70 1839.78	4.0145 4.10597 4.1995	3.705 3.78886 3.875
100 LIT	3.2365 3.43668 3.6490	0.5813 0.61716 0.6553	0.4756 0.505013 0.5362	0.543545 0.577136 0.612801		0.223175 0.236970 0.25160	0.2059 0.218668 0.2322
100 HFL	1413.00 1450.26 1483.25	254.645 260.439 268.365	208.38 213.113 217.96	23.8130 24.3548 24.9089	39743.4 42199.5 44807.4		90.225 92.2767 94.375
100 DM	1536.65 1571.64 1607.4	275.96 282.237 288.66	225.81 230.95 236.21	25.8060 26.3932 26.9937	43069.8 45731.4 48557.6	105.96 108.37 110.835	
Parità ECU	39.4582	7.08592	5.79831	0.662638	1148.15	2.72077	2.51064

Lo scarto massimo istantaneo di fluttuazione tra due monete è fissato, come nel Serpente a 2,25%. La risoluzione del 5 dicembre prevede tuttavia che gli Stati membri della CEE le cui monete sono fluttuanti, potranno, nella prima fase dello SME, optare per dei margini più ampi, che potranno andare fino a più o meno 6%. Solamente l'Italia ha deciso al momento dell'applicazione di valersi di questa possibilità.

Gli aggiustamenti dei corsi pivot devono essere effettuati tramite accordo generale tra i paesi partecipanti al meccanismo. Revisioni di questo genere sono già avvenute a 5 riprese:

- con effetto a partire dal 24 settembre, il DM è stato rivalutato del 5 % rispetto alla corona danese e del 2 % rispetto a tutte le altre valute;

- con effetto a partire dal 30 novembre 1979, la corona danese è stata svalutata del 4,76% in rapporto alle monete di tutti gli altri Stati partecipanti;
- con effetto a partire dal 23 marzo 1981, la lira italiana è stata svalutata del 6% in rapporto alle monete di tutti gli Stati partecipanti;
- con effetto a partire dal 5 ottobre 1981, il marco tedesco e il fiorino olandese sono stati rivalutati del 5,5% in rappor alla corona danese, al franco belga e alla lira irlandese. Si multaneamente il franco francese e la lira italiana sono sta svalutati del 3% in rapporto alla corona danese, al franco b e alla lira irlandese;
- con effetto a partire dal 23 febbraio 1982, il franco belga è stato svalutato dell'8,5% e la corona danese del 3%;
- con effetto a partire dal 13 giugno 1982, il franco francese è stato svalutato del 5,75%, la lira italiana è deprezzata de 2,75%, mentre il marco tedesco e il fiorino olandese sono sta rivalutati del 4,5%.

Ecco come si presenta la griglia delle parità dopo l'ultimo riallineamento del 13 giugno 1981

	Belgio FB/FL	Danimarca DKR	Francia FF	Irlanda IRL	Italia LIT	Olanda HFL	Germania DM
100 FB/FL	-	16,3098	14,7072	1,53659	3082,58	5,7364	5,16961
100 DKR	546,154	-	90,3239	9,39216	16398,70	31,33	26,3433
100 FF	679,941	124,496	-	10,4479	20415,70	39,0045	35,2863
1 IRL	65,0792	11,9159	9,57129	-	1954,05	3,73324	3,37763
1000 LIT	33,3047	6,09804	4,8981	0,51175	-	1,91051	1,7283
100 HFL	1743,23	319,193	256,390	26,7864	52341,80	-	90,4673
100 DM	1926,93	352,617	283,396	29,6090	57857,40	110,537	-
Parità ECU	44,9704	8,2340	6,61367	0,691011	1350,27	2,57971	2,33379

b) L'indicatore di divergenza

Il funzionamento del sistema di cambio messo in opera dall'accordo di Basilea (Serpente), si fondava sulla capacità del paese con moneta più debole di finanziare in maniera illimitata, tramite le sue riserve, la difesa dei margini di fluttuazione.

Alfine di eliminare gli inconvenienti creati da questi accordi, i promotori dello SME hanno proposto una soluzione originale: l'introduzione di un indicatore di divergenza fondato sull'ECU e destinato a mettere in opera un'azione di stabilizzazione dei corsi di cambio all'interno delle frontiere costituite dai corsi limiti d'intervento. Il funzionamento dell'indicatore di divergenza riposa, per ogni moneta del sistema, sull'apparizione di uno scarto minimo, chiamato soglia di divergenza, tra i corsi pivot dell'ECU e il suo corso del giorno.

Calcolo della soglia di divergenza:

Questo calcolo si effettua a partire dallo scarto massimo di divergenza. Per una data moneta, lo scarto massimo di divergenza tra il corso dell'ECU e il suo corso pivot è raggiunto quando questa moneta raggiunge i suoi corsi limiti d'intervento in rapporto a tutte le altre monete. Questo scarto massimo è differente per ogni moneta, in quanto tiene conto del suo peso nell'ECU.

E' così che con dei margini di fluttuazione del 2,25% in rapporto ai corsi pivot bilaterali, lo scarto massimo di divergenza di una moneta che ha come il FF attualmente una ponderazione nell'ECU dell'ordine del 20%, si situa a:

$$\frac{2{,}25 \times (100 - 20)}{100} = 1{,}8\%$$ del corso pivot dell'ECU espresso in FF

Esempio del calcolo degli indicatori di divergenza al 12.3.1979

Monete	(1) Tassi centrali ECU	(2) Pesi centrali (π_i)	(3) Valore di mercato dell'UCE	(4)= $\frac{(3)}{(1)} \times 100$ Scarti percentuali	(5)=2,25(1-π_i) Scarto percent. massimo	(6)= $\frac{(4)}{(5)} \times 100$ Indicatore di divergenza
DM	2,51064	32,98	2,51057	-	1,51	-
FF	5,79831	19,83	5,7979	-	1,80	-
St. I	(0,6632)	13,14	(0,6632)			
Lit	1148,15	9,5	1143,6	- 0,43	5,43	- 8
Fl	2,72077	10,51	2,7135	- 0,27	2,01	-13
FB	39,4582	9,63	39,803	0,87	2,03	+43
KRO	7,08592	3,06	7,0557	- 0,43	2,18	-20
St. Ir.	0,6626	1,15	0,6632	0,09	2,22	+ 4

Il segno (+) (-) indica apprezzamento (deprezzamento dell'ECU riapatto alla moneta debole (forte). La soglia di divergenza è raggiunta quando l'indicatore supera i valori + o - 75.

Fonte: R. Masera, Op. cit.

Quando una moneta supera la sua soglia di divergenza, risulta una presunzione secondo la quale le autorità monetarie del paese in questione correggono questa situazione prendendo delle misure adeguate, vale a dire:

- degli interventi diversificati,
- delle misure di politica monetaria interna,
- delle modifiche dei corsi pivot,
- delle altre misure di politica economica.

Nel caso in cui, tuttavia, queste misure non dovessero essere prese, a causa di circostanze speciali, le autorità monetarie del paese in questione devono portare le dovute spiegazioni, nel corso della "concertazione" tra banche centrali. Delle consultazioni avranno luogo, in caso di necessità, in seno alle appropriate istanze comunitarie, compreso il Consiglio.

.2.3. Il meccanismo di credito

Messa in comune delle riserve di cambio

Questa risulta dalle disposizioni prese a Brema e a Bruxelles sull'apporto delle banche centrali al FECOM di elementi di riserva. Quale contropartita di questi apporti, il FECOM rimetterà agli istituti di emissione degli ECU destinati a servire quali strumenti di regolamento tra le banche centrali debitrici e creditrici.

Questi apporti devono rappresentare il 20 % delle riserve in oro e il 20 % delle riserve lorde in dollari attualmente detenute dalle banche centrali. La forma che assumeranno gli apporti nella fase iniziale, vale a dire, come abbiamo già avuto modo di vedere, crediti incrociati rinnovabili, elimina, almeno durante questo periodo, ogni cessione di carattere definitivo al FECOM.

Aiuto ai paesi che si urtano con dei problemi di finanziamento

Per quello che concerne la regolazione dei crediti comunitari, il meccanismo di credito sarà preso a carito dal Fondo Monetario Europeo, che riceverà a questo scopo dei depositi di monete nazionali da parte dei paesi membri.

Esistono tre tipi di meccanismo di credito:

a) Il finanziamento a cortissimo termine

Questo tipo di finanziamento non è generalmente considerato come un credito comunitario nella misura in cui esso si integra strettamente al meccanismo di intervento e di regolamento.

E' prevista l'apertura, da parte di ogni banca centrale, di facilità di credito di un ammontare illimitato per ciascuna delle altre banche centrali. I regolamenti saranno effettuati 45 giorni dopo la fine del mese d'intervento, con la possibilità di prorogare il finanziamento per una durata supplementare di tre mesi, a concorrenza di quote parti debitrici nel sostegno monetario a corto termine.

Per quello che concerne i mezzi di regolamento utilizzati questi potranno essere effettuati da ora in avanti in parte in ECU. I regolamenti, in effetti, nella misura in cui non sono realizzati prioritariamente per mezzo di averi in moneta del creditore, si effettuano totalmente o in parte tramite cessione di ECU, premettendo tuttavia che una banca centrale non è tenuta ad accettare regolamenti in ECU di un ammontare superiore al 50 % dei suoi crediti.

b) Il sostegno monetario a corto termine

Questo accordo è stato stipulato dalle Banche centrali della CEE nel febbraio del 1970. Esso è stato in seguito ampliato nel gennaio del 1973 al momento dell'entrata nella Comunità di 3 nuovi membri e successivamente a sua volta ampliato e emandato il mese di marzo del 1974 e il mese di febbraio del 1977.

Il sostegno monetario a corto termine fornisce l'aiuto finanziario per il finanziamento del disavanzo della bilancia dei pagamenti a carattere temporario.

I crediti vengono attribuiti inizialmente senza delle norme condizionali: ci sono a questo proposito delle consultazioni a livello di Comitato dei Governatori. In particolare, in occasione della concessione del sostegno, il Comitato procede a un esame della situazione

monetaria e della politica monetaria del paese beneficiario. I crediti sono all'inizio concessi per una durata di tre mesi, esiste tuttavia la possibilità di rinnovare per due volte successive questi crediti, sempre per un periodo di tre mesi.

Il meccanismo di credito è fondato sulla presenza simultanea di "quote debitrici" e di "quote creditrici" per ogni banca centrale.

Le quote creditrici sono il doppio di quelle debitrici. Il sistema è completato da delle prolunghe sia per quello che concerne i crediti sia per quello che concerne i debiti.

Cambiamenti intervenuti per quello che concerne il sostegno monetario a corto termine:

- le facilità di credito effettivamente disponibili sono portate da 5,8 a 14 milliardi di ECU,
- il totale delle quote parti debitrici (che definiscono le possibilità di tiraggio di ogni banca centrale) è portato da 3,3 a 7,9 milliardi di ECU,
- il totale delle quote parti creditrici (che determinano gli obblighi finanziari delle banche centrali) è portato da 6,6 a 15,8 milliardi di ECU,
- il prolungamento debitorio (montante che può essere ottenuto in più delle quote parti debitrici) e il prolungamento creditorio (montante suscettibile di essere finanziato in più delle quote parti creditrici) passano sia l'uno che l'altro da 3,6 a 8,8 miliardi di ECU.

La durata del meccanismo, fissata in un primo tempo a 6 mesi (3 mesi rinnovabili una volta) è portata a 9 mesi (3 mesi rinnovabili 2 volte).

c) Concorso finanziario a medio termine

Questo meccanismo è stato creato nel 1971 e modificato successivamente. In seguito alla risoluzione di Bruxelles, il Consiglio a aumentato i mezzi del fondo a 11 milliardi di ECU effettivamente disponibili.

Il meccanismo concede dei crediti a medio termine (2-5 anni) a ogni paese della Comunità che deve far fronte a delle difficoltà o a delle gravi minacce di difficoltà della propria bilancia dei pagamenti. Per principio uno Stato non può beneficiare di un concorso superiore al 30 % del totale dei "plafonds d'engagements".

E' importante sottolineare il fatto che contrariamente al sostegno monetario, il concorso finanziario deve sottomettersi a delle regole di condizionalità: accordando il concorso reciproco, il Consiglio stabilisce gli obblighi che ogni Stato membro beneficiario deve assumere per il ristabilimento del proprio equilibrio economico interno e esterno, tenendo conto degli orientamenti quantitativi della politica economica a medio termine, e fissa il montante e le condizioni del credito e in particolare la durata e il tasso d'interesse.

.3. Le innovazioni del nuovo Sistema europeo in rapporto al Serpente

Prima di passare ad un'analisi più dettagliata delle tecniche dello SME, vorrei riassumere in qualche riga quelli che sono gli elementi nuovi del Sistema monetario europeo in rapporto al vecchio Serpente comunitario.

.3.1. Il "barometro" o indicatore di divergenza

Esso è destinato a completare la griglia delle parità e dei corsi estremi, tramite una seconda struttura che permette una lettura più sottile della posizione relativa delle differenti monete. Fondata su dei corsi bilaterali, la griglia fornisce un primo quadrante che permette di valutare la distanza tra due monete e il rischio che esse raggiungano prossimamente il loro corso estremo. Il barometro, o indicatore di divergenza, stabilisce invece la posizione di una moneta in rapporto alla media ponderata dell'insieme delle monete del sistema. Questa segnalazione è fondata sull'osservazione dell'ECU il cui comportamento riflette precisamente quello della media ponderata delle monete comunitarie. Al primo quadrante, la griglia, è legato un obbligo d'intervento automatico, quando lo scarto massimo di 2,25 % o dello 6 % è raggiunto. Al secondo quadrante, il barometro, o indicatore di divergenza, è legata una semplice presunzione di azione che si verifica quando una moneta supera la sua soglia di divergenza.

Nel precedente accordo del Serpente due paesi dovevano intraprendere un'azione correttrice quando i limiti di intervento venivano raggiunti. Nello SME la soglia di divergenza è raggiunta quando la moneta di un paese presenta una forte fluttuazione, il paese in causa è tenuto a questo punto ad adossarsi lui stesso la correzione dovuta;

si dovrebbero così poter evitare delle influenze indesiderabili sulla situazione monetaria di altri paesi partecipanti all'accordo. Gli Stati membri dell'accordo possono a questo punto aprire delle consultazioni e incitare un paese a prendere delle misure se la moneta del paese in questione si allontana troppo dai limiti imposti, insistendo sull'effetto negativo di questa situazione.

4.3.2. Il "salvadanaio"

Il secondo elemento nuovo incorporato nel sistema è l'estensione considerevole del meccanismo di credito comunitario, simbolizzato con la decisione del Consiglio Europeo di portare a 25 miliardi di ECU il volume di questi crediti. Da qui l'espressione di "tirelire", salvadanaio. Le decisioni prese toccano non solamente il volume del finanziamento disponibile, ma anche la durata del credito. Questo è stato allungato in maniera da meglio coprire il periodo necessario affinchè dei movimenti speculativi possano svolgersi senza toccare il livello dei corsi di cambio.

4.3.3. L'ECU

Resta infine l'innovazione che senza dubbio era destinata a colpire maggiormente l'opinione pubblica: il ruolo dell'ECU nel sistema. Esso sarà il denominatore comune delle monete per quello che riguarda l'espressione dei corsi pivot; esso sarà la base di calcolo per l'indicatore di divergenza; esso servirà di unità di conto per stipulare sia dei debiti che dei crediti relativi ai diversi meccanismi di finanziamento.

Nel capitolo che segue questi elementi faranno l'oggetto di un esame più approfondito.

4.4. Conclusione

Per il momento il Sistema monetario europeo si difende assai bene. Quale progetto di stabilizzazione dei tassi di cambio su base regionale,esso può essere considerato un elemento precursore per un ritorno ad una più grande stabilità generale. E chiaro, e gli avvenimenti lo hanno dimostrato, che i primi successi dello SME sono da attribuire in parte al fatto che la sua entrata in vigore ha coinciso con un periodo di relativa stabilità dei cambi internazionali.

Quello che possiamo affermare oggi in relazione allo SME, è che nè i pericoli temuti dagli oppositori, nè i vantaggi attesi dai promotori,non si sono ancora manifestati.
Per il momento lo SME,a parte certe buone intenzioni, è rimasto un semplice regime di "crawling peg", regime nel quale,all'obbiettivo ambizioso di rilanciare il processo di integrazione monetaria si sostituisce quello,in definitiva poi non così trascurabile, di assicurare la stabilità monetaria di corto termine nelle relazioni di cambio.

Bisogna ora domandarsi,in considerazione della situazione internazionale del momento, se questo può bastare all' Europa per uscire dalla crisi nella quale essa si trova, o almeno, per non doverla subire ulteriormente.
Quello che possiamo immediatamente affermare è che una semplice posizione difensivistica non è sufficiente all'Europa per immunizzarsi contro i rischi del futuro. La stretta interrelazione che esiste tra la situazione internazionale e la situazione europea,necessita da parte dell'Europa stessa, e in definitiva dunque da parte dello SME, di un'azione più agressiva, in mancanza della quale i rischi di fallimento si rivelano essere molto grandi.

ALLEGATO al capitolo 4.

Approfondimento relativo all'UCE
(Unità di Conto Europea)

L'UCE: Unità di Conto Europea

L'UCE rimpiazza dal marzo 1975 le unità di conto utilizzate inizialmente dalla Comunità, unità di conto che erano fondate su delle parità fisse e su delle relazioni di cambio stabili: questo concetto riepondeva alla situazione del Sistema monetario internazionale prima del 1968.

Definizione

Il valore dell'UCE è definito come la somma dei controvalori dei montanti fissi seguenti, in monete nazionali:

0,828	*Marchi tedeschi*
1,15	*Franchi francesi*
0,0885	*Lire sterline*
109,0	*Lire italiane*
0,286	*Fiorini olandesi*
0,217	*Corone danesi*
3,66	*Franchi belgi*
0,14	*Franchi lussenburghesi*
0,00759	*Lire irlandesi*

Questi montanti fissi in monete nazionali sono stati determinati a partire dai coefficienti di ponderazione che fanno intervenire la media sui 5 anni (1969-1973) del prodotto nazionale lordo e del commercio intracomunitario di ogni Stato membro.

Il valore centrale dell'UCE era il 28 giugno 1974:

1 UCE = 1 DTS

1 UCE = 1,20635 US$

Calcolo del valore dell'UCE

Il valore giornaliero del "basket" valutario è calcolato dalla Commissione CEE convertendo in franchi belgi (FB) le quantità fisse delle monete del paniere sulla base dei

corsi rilevati sul mercato di Bruxelles. Successivamente si calcola il valore del paniere in tutte le monete dei paesi membri sulla base dei corsi del FB rilevati sui mercati dei cambi delle principali piazze europee.

Il valore dell'UCE viene anche calcolato nelle principali monete non comunitarie, in particolare il dollaro, il franco svizzero e lo yen.

Calcolo del valore iniziale

Montanti fissi delle monete nazionali (1)		Tassi di cambio del 17-12-1975 sul mercato di Bruxelles (FB per una unità di moneta nazionale (2)	Valore in FB (3) = (1)+(2)
0,286	Fl	14,71	4,20706
3,66	FB	1,0	3,66
0,14	FLux	1,0	0,14
0,828	DM	15,046	12,458088
0,217	DKr	6,402	1,389234
0,0885	St. Ingl.	80,13	7,091505
1,15	FF	8,868	10,1932
109,0	Lit	0,057955	6,317095
0,00759	St. Irl.	80,13	0,6081967
			46,0694 FB
1 UCE = 46,0694			

Calcolo del valore delle monete degli Stati membri

Valore iniziale (1)	Tassi di cambio del 17-12-75 sui mercati relativi (monete nazionali per un FB (2)	Valore nelle monete relative (3) = (1) x (2)	
46,094 FB	0,06802	3,13364	Fl
	0,06649	3,06315	DM
	1,15625	7,19834	DKr
	1/80,12	0,575005	St. Ingl.
	0,112035	5,19824	FF
	17,2585	795,088	Lit
	1/80.2	0,574431	St. Irl.

Calcolo del valore delle monete degli Stati non membri

	Tasso di cambio del 17-12-75 sul mercato di Bruxelles (FB per una unità di monete nazionale) (2)	Valore nelle monete relative (3) = (1) : (2)	
46,0694 FB	39,625	1,16263	dollari US
	16,0625	3,05855	FS
	7,112	6,4777	NKr
	8,98	5,13022	Skr
	2,135	21,5782	A shil.

Fonte: J.-G. Letellier e P. Smith, vedi bibliografia.

Funzionamento dell'UCE

A. *Introduzione*

- *terminologia:*

UCE = valore dell'UCE al tempo i in FB
wj = numero fisso di unità della divisa j nell'UCE
Tji = tasso di cambio della divisa j in rapporto al FB, al tempo i
Uji = tasso di cambio della divisa j in rapporto all'UCE, al tempo i
Pji = peso (variabile) della divisa j nell'UCE, al tempo i

- *equazioni di base:*

1) $UCE\ i = \sum_{j=i} wj\ \ Tji$

2) $Uji = \dfrac{UCE\ i}{Tji}$

3) $Pji = \dfrac{wj\ \ Tji}{UCE\ i} = \dfrac{wj}{Uji}$

- *equazioni derivate:*

1) $UCE\ 1 = UCE\ 0 + wj\ (Tj1 - Tj0)$

2) $\dfrac{UCE\ 1 - UCE\ 0}{UCE\ 0} = \dfrac{wj\ (Tj1 - Tj0)}{UCE\ 0}$

UCE 1 = UCE al tempo 1
UCE 0 = UCE al tempo iniziale

B. *Il peso delle monete componenti, elemento fondamentale del funzionamento dell'UCE*

- *definizione:*

il peso di una moneta (j) è uguale al rapporto tra:

- *da una parte, il numero di unità di questa moneta nell'UCE (elemento fisso)*
- *d'altra parte, il tasso di conversione di questa con l'UCE (elemento variabile)*

$$soit: \quad Pji = \frac{wj}{Uji}$$

Essendo per definizione, l'UCE, un paniere di 9 monete, la somma dei pesi delle 9 monete deve essere uguale a 100

$$soit: \sum_{j=1}^{9} Pj = 100$$

Ogni rivalutazione della moneta (j) aumenta il peso di questa moneta nel paniere: inversamente ogni svalutazione diminuisce il suo peso. Correlativamente, se il peso della moneta (j) aumenta, la somma dei pesi delle altre monete nell'UCE diminuisce e viceversa.

- *peso e ponderazione:*

I coefficienti di ponderazione sono stati calcolati in funzione del PNL e del commercio intraeuropeo.
Il numero fisso di unità di ogni moneta nel paniere è stato definito in funzione dei suoi coefficienti.

Questo numero di unità dava al tempo T 0 a ogni moneta un peso di P 0

Il 28 giugno 1974, il peso del DM era uguale a:

$$P\ DM = \frac{0,828}{3,032} = 27,3$$

Se i coefficienti di ponderazione restano invariati, l'effetto ponderatore dell'UCE varia per ogni moneta in funzione dell'evoluzione del peso di questa moneta nel paniere.

C. *Variazione del valore dell'UCE e del valore delle monete che lo compongono in termini di UCE*

- *variazione dell'UCE consecutiva alla rivalutazione o svalutazione di una moneta sul mercato dei cambi*

si utilizzano le seguenti equazioni:

$$UCE\ 1 = UCE\ 0 + wj\ (Tj1 - Tj0)$$

e

$$\frac{UCE\ 1 - UCE\ 0}{UCE\ 0} = \frac{wj\ (Tj1 - Tj0)}{UCE\ 0}$$

Esempio: Rivalutazione del DM del 5% il 26 aprile 1977

UCE 1 = 40,8047 + 0,828 (16,4014 - 15,2775)
UCE 1 = 41,4372 FB

vale a dire un aumento dello 1,55% in rapporto al suo valore iniziale di 40,8047 FB:

$$\frac{41,4372 - 40,8047}{40,8047} = 1,55\ \%$$

- *conseguenze di una rivalutazione o di una evalutazione di una moneta sul valore di questa moneta in termini di UCE*

si utilizza la seguente equazione:

$$\frac{Uj1 - Uj0}{Uj0} = \frac{UCE\ 0\ (Tj0 - Tj1) + wj\ Tj0\ (Tj1 - Tj0)}{Uj0 \times Tj1 \times Tj0}$$

- *conseguenze di una rivalutazione o di una svalutazione di una moneta sul valore delle altre monete in termini di UCE*

la rivalutazione o la svalutazione della moneta (j) comporta un apprezzamento o un deprezzamento dell'UCE uguale a:

$$UCE = Pj \times \pm \text{ il tasso del cambiamento della moneta}$$

La fluttuazione della moneta (j) non comporta (ipotesi di base) alcun movimento delle altre monete del paniere sui mercati dei cambi; per contro, i tassi di conversione tra queste monete e l'UCE variano.

Il valore in termini di UCE delle monete del paniere che non siano quelle che fluttuano sul mercato dei cambi è uguale alla variazione in percentuale dell'UCE.

Esempio: Una rivalutazione del 5% del DM, il 26 aprile 1977 avrebbe comportato una modifica del valore del FF in termini di UCE uguale a:

$$UFF = \frac{UCE\ 1}{t\ FF\ 0} = \frac{41,4372}{7,3020} = 5,6748\ \%$$

$$\text{dunque } \frac{5,6748 - 5,5882}{5,5882} = -1,55\ \%$$

Globalmente (rivalutazione del DM del 5%), l'UCE si è apprezzata dell'1,55% ed ha comportato un deprezzamento dell'1,55% di tutte le altre monete.

Questo risultato è logico in quanto una rivalutazione del DM comporta un aumento del peso di questa moneta e, inversamente, una diminuzione del peso delle altre monete.

C'è dunque una ripartizione comunitaria degli effetti provocati dal cambiamento del valore di una moneta.

Questo fenomeno distingue fondamentalmente l'unità di conto europea (UCE) dall'unità di conto tipo "griglia di parità". Con quest'ultima unità di conto, il tasso di conversione tra una moneta e l'unità di conto aumenta o diminuisce nella stessa proporzione con la quale la moneta è rivalutata o svalutata. Il cambiamento di parità di una moneta non ha alcun effetto sul valore in termini di unità di conto delle altre monete. Ogni paese è, con questa formula id inità di conto, responsabile degli effetti risultanti dalla sua politica.

Bibliografia:

Commission de la CEE: "L'Union Européenne", Bulletin des Communautés européennes, supplément 5/75

J.-G. Letellier et P. Smith: "Problématique de l'application éventuelle de l'Unité de compte européenne à la politique agricole commune", article, Revue du Marché Commun, novembre 1977

Colombo: "L'Unione economica e il problema della moneta europea", Angeli editore, 1978

* * *

TERZA PARTE

Lo SME: le critiche

5. LE CRITICHE TEORICHE AL SISTEMA MONETARIO EUROPEO

Dopo la riunione di Bruxelles del 5 dicembre 1978, quando finalmente si potevano osservare quelli che sarebbero stati i tratti definitivi del nuovo meccanismo di cambio europeo, alcuni specialisti della materia, hanno preso posizione esprimendosi sulla validità del progetto stesso. In questo capitolo ho cercato di formulare una classificazione di questi approcci critici.

5.1. Le critiche teoriche "generali" al Sistema monetario europeo

Il primo tipo di critica, se si vuole tentare una classificazione, è quello che si situa al livello dell'approccio teorico globale e che corrisponde al rifiuto di una visione alternativa al dogma monetarista.

5.1.1. L'approccio di Karl Brunner (1)

Secondo quest'autore, il solo approccio possibile alfine di trovare una soluzione fondata su di un sistema di cambi fissi è quello basato sulla presenza di una moneta egemonica. Questo approccio, permetterebbe in fatti di usufruire di grossi vantaggi. Si determinerebbe in particolare una divisione chiaramente definita delle responsabilità. Infatti, il "partner egemonico" determinerebbe la tendenza generale della politica monetaria e il tasso medio d'inflazione; gli altri partecipanti determinerebbero i tassi di cambio e sarebbero responsabili di tutti i problemi concernenti la bilancia dei pagamenti e i tassi di cambio.

(1) K. Brunner: "Riflessioni sulla politica monetaria internazionale", articolo, Moneta e Credito, Bollettino della Banca Nazionale del Lavoro, maggio 1979

Secondo l'autore in questione, l'approccio alternativo a quello in cui si verifica la presenza di una situazione egemonica, vale a dire una costruzione orchestrata che deriverebbe da negoziazioni simultanee tra i paesi partecipanti (vedi SME), sarebbe votata al fallimento.

Secondo Brunner, un sistema fondato sulla fissazione di una griglia di tassi di cambio e sulla specificazione delle norme per controllare i tassi relativi dello sviluppo monetario necessario per mantenere questo sistema di cambio, non permetterebbe la determinazione di un corso definito per la politica monetaria e per il livello dei prezzi. Un sistema di questo genere obbligherebbe semplicemente ogni nazione partecipante a accettare un sentiero monetario centrato sulla media comunitaria degli altri paesi partecipanti. Ma questa media, secondo Brunner resterebbe indeterminata. Infatti, ogni livello del tasso medio d'inflazione per i paesi dell'area comunitaria è compatibile con la "costruzione orchestrata". I meccanismi monetari non sarebbero dunque sufficientemente ancorati. Inoltre, sempre secondo Brunner, delle negoziazioni esplicite e un approccio burocratico per fornire un ancoraggio sotto la forma di un movimento medio concordato dei prezzi e degli sviluppi monetari, sembrerebbe di difficile applicazione.

Una soluzione praticabile comporterebbe dunque, secondo Brunner, l'accettazione implicita di un sistema egemonico. Ogni tentativo di fissare dei tassi negoziati per l'espansione monetaria e per il movimento del livello dei prezzi, domanderebbe inevitabilmente delle variazioni dei tassi di cambio.

Un sistema non egemonico creerebbe molto probabilmente, in queste circostanze una situazione caratterizzata da tensioni e da insuccessi.

> "La realizzazione del tipo di "costruzione orchestrata" basato su accordi riguardanti i movimenti dei prezzi tendo a naufragare sulla esigenza di aggiustamenti intermittenti dei tassi di cambio in conformità alle variazioni dei tassi di cambio reali. E' questo sostanzialmente, proprio il problema sorto sotto il systema di Bretton-Woods. Tutte le modifiche dei tassi di cambio pongono un problema politico d'ordine collettivo, problema che resta difficile da risolvere con le informazioni effettivamente disponibili. Talchè, in simili circostanze, le politiche valutarie sono una fonte di perenne frizione e di manipolazioni politiche." (1)

Il Sistema monetario europeo, sembra dunque essere, secondo Brunner, una ripetizione dell'approccio tradizionale "burocratico" ai problemi monetari internazionali. Esso rappresenta una ripetizione dei principi che avevano dominato il sistema di Bretton-Woods. La struttura dello SME sembra, secondo l'autore in questione, favorire l'ECU alfine di evitare il problema spinoso dell'egemonia e assegna la responsabilità di determinare i tassi di cambio a una procedura generale. A nessuno però è data la responsabilità di mantenere delle politiche monetarie coerenti con il sistema dei cambi fissi.

Secondo Brunner, lo SME tende dunque a creare, e a subire in seguito, una nuova serie di speculazioni e di sviluppi monetari irregolari nelle zone monetarie più forti. Il sistema resterà essenzialmente instabile con delle nazioni che l'abbandoneranno e che vi ritorneranno.

(1) Karl Brunner: Op. cit.

5.1.2. L'approccio di Pascal Salin (1)

Il Sistema monetario europeo è visto da Pascal Salin come un sistema di cambi fissi. Questo fatto, per l'autore in questione, sembra avere una conseguenza assolutamente fondamentale; vale a dire che nessun paese sarà in grado di esercitare una politica monetaria indipendente.

Lo SME, secondo Salin, è in grado di funzionare soltanto se inserito nelle due ipotesi di organizzazione istituzionale seguenti:

- se esiste un'autorità monetaria unica,
- se le autorità monetarie di tutti i paesi partecipanti, sono disposte a rinunciare a ogni autonomia nella condotta della loro politica monetaria, vale a dire se esiste un sistema di obblighi che sia capace di limitare la creazione monetaria in funzione della situazione della bilancia dei pagamenti. Più precisamente, le banche centrali devono accettare una politica monetaria restrittiva quando la bilancia dei pagamenti è in disavanzo, una politica monetaria espansionista quando la bilancia dei pagamenti è in eccedenza.

L'esperienza del passato permette di affermare, secondo Salin, che mai in Europa si è verificato il caso della presenza di un'autorità unica, e che mai, sia in campo europeo che in campo internazionale, un paese membro si è dimostrato disposto all'abbandono di ogni autonomia nella condotta della sua politica monetaria.

Salin non accetta l'affermazione secondo la quale il nuovo Sistema monetario europeo dovrebbe permettere la costruzione di una zona di stabilità in Europa.

(1) P. Salin: "Quel système monétaire pour l'Europe ?", articolo, Banque, no. 379, dicembre 1978.

Egli considera questa affermazione come sprovvista di ogni fondamento.

Egli è dell'avviso che si può creare una "zona europea di stabilità" soltanto se si mettono in azione dei meccanismi capaci di imporre degli obblighi ai paesi più inflazionisti. E questo, secondo Salin, non è evidente il caso del nuovo sistema europeo.

L'autore in questione nega la possibilità che si possano accettare periodicamente degli aggiustamenti dei tassi di cambio all'interno della zona. Egli afferma che pratiche di questo genere sono logicamente contrarie alla pretesa di costruire un sistema di cambi fissi, anzi essi ne definiscono il fallimento.

E' opinione di Salin, che affinchè un sistema di stabilità sia possibile in un regime di cambi fissi, bisogna che le banche centrali rinuncino a praticare delle politiche monetarie indipendenti e accettino un obbligo comune implicante un debole tasso d'inflazione.

L'autore cita a questo proposito due casi teorici dove questi criteri risulterebbero applicati:

> "Ainsi un étalon-or à l'échelle de la zone européenne, c'est-à-dire un système où les banques centrales européennes n'émettraient de la monnaie qu'en proportion de leurs stocks d'or, serait un système non inflationniste ou même déflationniste. Un système où seuls interviendraient les pays dont les monnaies se déprécient (soit par rapport à l'ECU, soit par rapport à toute autre numéraire) serait un système où le taux d'inflation communautaire s'alignerait sur celui du pays le moins inflationniste. (1)

Il Sistema monetario europeo, secondo Salin, evita il principio fondamentale di ogni sistema di cambi fissi che vuole che un paese che produce troppa creazione

(1) P. Salin: "Les techniques d'intervention de la zone monétaire européenne", articolo, Eurépargne no. 2, 1979.

monetaria in rapporto alla moneta comune perda delle riserve e sia obbligato a distruggere le eccedenze di moneta precedentemente create.

Alcuni elementi critici di Salin saranno ripresi e completati al momento in cui passerò in dettaglio le critiche specifiche rivolte agli strumenti dello SME. Salin infatti, dopo questa critica d'ordine generale e teorico, esamina da vicino quelli che sono i vari elementi dello SME e secondo una linea ben coerente con i suoi principi teorici cerca di demolire sistematicamente tutta la nuova costruzione europea.

5.1.3. L'approccio secondo gli esperti della Società di Banca Svizzera, approccio fondato su delle considerazioni di Friedmann, De Grauwe e Korteweg (1)

Gli autori di questo articolo definiscono prima di tutto quattro punti importanti sui quali si fonda la loro critica. Essi sottolineano inseguito le condizioni preliminari affinchè lo SME possa funzionare.

a) Le quattro considerazioni di base

- Le cause delle fluttuazioni dei tassi di cambio: Come ogni altro prezzo, il tasso di cambio è determinato dalla offerta e dalla domanda su di un mercato: all'occorrenza dei cambi. L'offerta e la domanda di divise estere dipende soprattutto dai costi dei redditi provocati dalla detenzione in differenti monete o in differenti paesi, di averi, di carte valori, e di beni tangibili, come pure dalla capacità concorrenziale relativa dei beni e servizi nazionali comparativamente alla produzione estera.

(1) Società di Banca Svizzera: "Les perspectives de succès à long terme du Système monétaire européen", articolo, Le Mois, 10 ottobre 1979.

Bisogna distinguere due fattori d'influenza: i fattori nominali (l'evoluzione dei prezzi all'interno in rapporto a quelli dei principali partners commerciali) e i fattori reali (l'evoluzione della produttività sui mercati interni ed esteri, la qualità dell'offerta di beni e servizi etc.)

Una variazione del tasso di cambio (e) che si fonda su di una osservazione effettiva si compone del differenziale d'inflazione che si registra in rapporto all'estero ($p - p^*$) e sulla parte delle variazioni di cambio imputabili ai fattori reali summenzionati:

$$e = p - p^* + r$$

conformemente a questa relazione, un tasso d'inflazione interno superiore a quello estero, provocherebbe una svalutazione della moneta nazionale. Un abbassamento della produttività interna in rapporto a quella estera avrebbe un effetto similare. Se si applicano statisticamente questi valori nei principali paesi della CEE in rapporto al DM (periodo 61 - 69 e 70 - 78) è possibile constatare relativamente all'apporto delle due componenti (differenziale d'inflazione e fattori reali) che l'apporto del primo è quasi due volte più importante che l'apporto del secondo.

- Che cosa bisogna intendere esattamente per stabilità monetaria; L'obiettivo di stabilire una zona di stabilità monetaria significa grosso modo che nell'equazione summenzionata tutte le variazioni di cambio (e) saranno uguali a zero per tutti i partecipanti allo SME, cosa che implica che i differenziali d'inflazione ($p-p^*$) devono compensare esattamente, per ogni paese le tendenze alla rivalutazione o alla svalutazione indotte dai fattori reali.

Ora, nel passato, il differenziale d'inflazione, e le variazioni effettive dei tassi di cambio non sono per nulla evolute in questo senso compensatorio.

A questo punto diventa importante sapere se nell'avvenire si potranno influenzare le grandezze (p-p*) e (r) in maniera che i tassi di cambio osservati in seno allo SME reseranno stabili.

La risposta a questo interrogativo dipenderà da quali sono le componenti delle fluttuazioni di cambio (e) che possono essere controllate. Lo studio quantitativo o qualitativo delle cause delle fluttuazioni reali dei tassi di cambio essendo ancora incomplete, non esiste alcuna base sicura che permetta di influenzare (controllare) politicamente o di prevedere quantitativamente le variazioni reali. Per contro, è scientificamente stabilito che l'inflazione nasce dal fatto che la massa monetaria cresce più fortemente del reddito nazionale o del prodotto nazionale in termini reali.

- Implicazioni per i tassi d'inflazione e per la politica monetaria: Con l'aiuto di un moltiplicatore moneta-inflazione di 2 e conoscendo i rapporti esistenti tra il differenziale d'inflazione (p-p*), i fattori reali e i cambiamenti dei tassi di cambio, si può rispondere alle due domande a sapere quali tassi d'inflazione nazionali e quali politiche monetarie si sarebbero dovute applicare per assicurare la stabilità dei tassi di cambio (Europa 61 - 69, 70 - 78).

Stabilità dei tassi di cambio significa assenza di modifiche dei tassi di cambio. Risulta da questo che i tassi d'inflazione sono compatibili con la stabilità dei tassi di cambio quando coincidono con la differenza tra i tassi d'inflazione all'estero (p*) e i fattori reali (r).

Le statistiche relative ai periodi summenzionati, mostrano che la stabilità dei tassi di cambio in seno alla CEE non implica che tutti i paesi membri presentino lo stesso tasso d'inflazione. In più, più il tasso d'inflazione di riferimento è debole, più i tassi d'inflazione compatibili saranno bassi; da questo risulta che in tutti i paesi, nel corso dei due periodi, i tassi d'inflazione avrebbero dovuto essere nettamente inferiori per essere compatibili con la stabilità monetaria.

In una seconda tappa, si può calcolare il tasso di crescita della massa monetaria corretto dal tasso di crescita reale, che sarebbe stato compatibile con la stabilità del tasso di cambio. Esso è definito come il tasso di crescita della massa monetaria che provochi un tasso d'inflazione compatibile con la stabilità del tasso di cambio.

Dalle statistiche e dalle ipotesi risulta che in determinati paesi come la Francia, l'Italia e la Gran Bretagna, i tassi d'inflazione avrebbero dovuto essere negativi per essere compatibili con la stabilità del tasso di cambio. In materia di politica monetaria, questo avrebbe dovuto implicare una politica più restrittiva di quella effettivamente seguita e si sarebbe persino tradotta in una riduzione della massa monetaria per unità di produzione nei tre paesi.

Una modifica proporzionale della politica economica di questi tre paesi avrebbe quasi certamente provocato una grave recessione e dei disordini politici. Con una politica monetaria meno orientata verso la stabilità dei prezzi in RFA, questa pressione alla disciplina si farebbe nettamente meno sentire. Il tasso d'inflazione o

la politica monetaria dei paesi di riferimento determinano così largamente il grado di disciplina monetario necessario negli altri paesi della CEE.

- Importanza della moneta di riferimento : Ci si deve a questo punto domandare, secondo gli autori in questione, se il riferimento a una moneta, vale a dire la scelta di una moneta o di un paese di riferimento sia effettivamente necessaria. La risposta, secondo gli autori, è affermativa. In un sistema come lo SME, nel quale i tassi di cambio devono in principio essere stabili, conviene determinare in rapporto a quale grandezza di riferimento deve esserci stabilità. Ogni sistema di tassi di cambio fissi ha bisogno di un punto di riferimento. La stabilità dei tassi di cambio è in altri termini una nozione relativa. In un sistema di parità fisse, l'autorità monetaria della moneta di riferimento è la sola abilitata a praticare sul piano monetario o in materia d'inflazione la politica che essa giudica valida per delle ragioni economiche e sociali. Tutti gli altri paesi dovranno dunque allinearsi su questa politica.

b. Le tre condizioni preliminari per il successo dello SME

Prima condizione: Accordo dei paesi membri su di una moneta o un paese di riferimento

Secondo i termini dell'accordo, nello SME, la stabilità dei tassi di cambio delle monete dei paesi membri è definita in rapporto all'ECU. Ma l'ECU, secondo gli autori dell'articolo, come unità di conto non è che un'intermediario superfluo. I corsi pivot espressi in ECU non rappresentano infatti che una griglia di tassi di cambio

bilaterali (completata da alcuni margini di fluttuazione) che possono essere ugualmente definiti anche in assenza dell'ECU.

Siccome l'accordo sullo SME non precisa dunque qual'è il paese di riferimento, secondo questi autori la prima delle (loro) condizioni preliminari al funzionamento dello SME non è verificata.

Seconda condizione: Definizione della misura relativa alle fluttuazioni dei tassi di cambio al momento della loro fissazione

Secondo gli stessi autori, l'accordo sullo SME non regola inoltre il problema della determinazione e della osservazione adeguata delle modifiche reali dei tassi di cambio. Non viene fatta alcuna differenza tra i fattori d'influenza reali e nominali e non si definisce da nessuna parte il problema dell'informazione per quello che riguarda le modifiche reali dei tassi di cambio. Manca così per questi autori, la base di una politica di intervento razionale, vale a dire compatibile con quello che è stato detto precedentemente. Senza conoscere la percentuale di variazione del tasso di cambio dovuto ai fattori reali, è impossibile definire una politica monetaria compatibile con una stabilità dei tassi di cambio.

Terza condizione: Ricerca di una politica coerente in armonia con i punti summenzionati e volontà di assicurare la stabilità dei tassi di cambio

Secondo gli stessi autori, si tratta qui di sapere se i Governi e le banche centrali di Stati indipendenti e sovrani, rispetteranno i contratti iniziali.
I trattati internazionali sono l'espressione degli "interessi internazionali" dei governi e dei parlamenti.

Dall'altra parte però, gli uomini politici difendono degli interessi nazionali. Questo può portare, secondo gli autori della Società di Banca Svizzera, ad una frizione tra interessi nazionali e internazionali. Le clausole dell'accordo dello SME concernenti i meccanismi d'intervento, le facilità di credito, gli indicatori di divergenza e i differenti margini di fluttuazione, non possono cambiare questo stato di cose. Queste misure sono necessarie, secondo gli autori dell'articolo, in quanto in altri momenti non si erano rispettate determinate clausole. In altre parole dunque, queste misure attaccano i sintomi e non le cause della fluttuazione dei tassi di cambio. Lo SME, secondo questi autori di chiara ispirazione monetarista, piuttosto di accelerare l'unione monetaria e economica potrebbero al contrario ritardarne la messa in esecuzione.

5.2. Una critica particolare: lo SME e il "biais déflationniste"

Secondo l'opinione di Luciano Scatena (1), l'impiego di un paniere standard come numerario del Sistema monetario europeo, comporta la possibilità che si verifichino distorsioni nel funzionamento dell'accordo di cambio. Secondo questo autore, la ponderazione utilizzata nel calcolo dell'ECU, il cui valore è stato stabilito uguale a quello dell'UCE (1975), non rappresenta, almeno in maniera completa, la realtà economica sottostante l'evoluzione dei corsi delle monete europee.

(1) L. Scatena: "Il Sistema monetario europeo, funzionamento e prospettive", Articolo, Bancaria, dicembre 1978.

Dopo che l'UCE è stata introdotta, la ponderazione delle monete componenti è variata riflettendo così fedelmente l'apprezzamento e il deprezzamento reciproco, ma il riferimento ai parametri di base sui quali si apprezza l'importanza relativa delle diverse economie (popolazione, commercio estero, reddito nazionale) è diventato sempre più labile.

La ponderazione attuale determina secondo Scatena, una situazione di partenza difficile per le monete deboli. Questa situazione, sommata alle aspettative di svalutazione che presumibilmente, almeno nel primo periodo, si fisseranno su queste stesse monete, determina che il nuovo sistema si presenti orientato sfavorevolmente verso le monete più deboli. Su queste monete, precisa Scatena, peserà dunque in misura maggiore il peso dello aggiustamento. A quanto detto bisogna ancora aggiungere, secondo l'autore in questione, il fatto che certe monete possono essere puntate verso i margini inferiori di fluttuazione dalla rivalutazione delle monete forti.

Secondo Scatena in questo nuovo accordo di cambio può verificarsi il caso che un paese divenga debitore anche involontariamente, sia perchè la sua moneta è stata spinta verso i margini inferiori d'intervento, sia perchè quest'ultima è stata usate per degli interventi sul mercato dei cambi fino a creare dei saldi debitori importanti.

Lo SME presenta dunque, secondo Scatena, un "biais déflationniste", che contrasta in maniera evidente con le esigenze di sviluppo delle economie più deboli.

5.2.1. Considerazioni concernenti questa "critica particolare"

E' importante considerare il fatto che nella situazione economica internazionale d'oggi, e mi riferisco qui particolarmente alla crisi dei pagamenti internazionali, il paese che ammette un forte tasso d'inflazione, sarà in ultima analisi costretto a subire la disfatta della propria economia. Il prologo dell'inflazione, è in effetti per ogni paese la distruzione dell'economia e del capitale investito nel passato.

Per quello che concerne più particolarmente i paesi deboli, bisogna precisare che, all'interno dello SME oppure no, questi paesi sono obbligati, data la presenza della "contrainte" petrolifera a mantenere una relazione la più stabile possibile con il dollaro. In effetti, più essi lasciano deprezzare la loro moneta più subiscono delle costrizioni sempre più forti che risultano dalle loro importazioni di petrolio, questo per la presenza di una inelasticità rispetto al prezzo, della domanda interna di questo prodotto. Il problema diventa dunque, per questi paesi, sempre più complesso.

Per quello che concerne in particolare l'Italia (patria dell'autore in questione), la presenza di un tasso di inflazione importante, sommato alla situazione di "contrainte" esterna che abbiamo visto sopra, fa si che i tassi d'interesse interni, che sono dei tassi legati ai tassi d'inflazione, sono trasformati in tassi reali. Questo fatto comporta la nascita di una situazione assai delicata per quello che concerne la competitività delle merci italiane in rapporto alle merci dei paesi concorrenti.

Davanti ad una situazione del genere, o si procede a una svalutazione costante della moneta relativamente al tasso d'inflazione (e questo porterà a degli squilibri enormi

della bilancia dei pagamenti), oppure si introduce una disciplina progressiva che permetta di ristaurare il limite del tasso d'inflazione e di ridurre i tassi d'interesse.

Quest'ultima soluzione sembra essere la sola ragionevole. Il nuovo Sistema monetario europeo si situa su questa linea. Lo SME, infatti, potrebbe essere per un paese come l'Italia il mezzo ideale per far fronte temporaneamente (se si potranno introdurre delle politiche di controllo dell'inflazione), ai problemi contingenti, mezzo che permetterebbe nello stesso tempo di mantenere intatta una certa politica di investimenti produttivi.

5.3. Le critiche specifiche

Il secondo tipo di critica che per la maggior parte delle volte proviene ancora dagli autori di tendenza monetarista, concerne la critica agli strumenti stessi del nuovo Sistema. Non si tratta dunque più di critiche concernenti l'impostazione generale ma piuttosto di critiche rivolte ai diversi elementi del nuovo Sistema.

5.3.1. Lo SME e l'inflazione media

E' la critica di Pascal Salin che concerne la "determinazione dei responsabili dell'aggiustamento".

Pur accettando il fatto che lo SME, contrariamente al Serpente, presenta il vantaggio di determinare senza ambiguità le responsabilità di ogni banca centrale nello aggiustamento, questa critica tocca la nozione stessa di responsabilità definendola una nozione contestabile. In effetti, invece di domandarsi chi è il più responsabile degli scarti in rapporto al comportamento medio

(che è dunque considerato a priori come la norma) sarebbe meglio, secondo Salin, porsi la questione a sapere quale comportamento si dovrebbe imporre alle banche centrali alfine di ottenere una situazione ottimale. Salin suggerisce quale sarebbe questo comportamento ottimo. Egli afferma trattarsi della riduzione dell'inflazione.

> "Dans la mesure où les variations de taux de change ne sont guère autre chose, sauf à court terme, que le reflet des politiques monétaires relatives, c'est-à-dire du caractère plus ou moins inflationniste des différentes politiques monétaires, un système efficace est un système qui impose des mesures d'ajustement aux pays les plus inflationnistes et dont la monnaie, par conséquent, se déprécie le plus. Il ne s'agit donc pas de dire que ces pays sont "responsables" des déséquilibres de change, mais plutôt qu'il faut les empêcher de transmettre des impulsions inflationnistes au reste de la zone à laquelle ils appartiennent." (1)

Secondo questo autore, dunque, i meccanismi dello SME non sarebbero concepiti per fare diminuire l'inflazione, ma piuttosto per allineare i paesi partecipanti su di un'inflazione media. Lo SME prevede in effetti l'allineamento di tutti paesi sull'inflazione media dei paesi europei; le ponderazioni nel calcolo della media essendo le ponderazioni delle differenti monete nella definizione dell'ECU. C'è in questo caso, secondo Salin, l'applicazione spontanea e irrazionale di una reazione tipica della nostra epoca che consiste a considerare come anormale ogni situazione in un paese che devia dalla media degli altri.

(1) P. Salin: "Quel système monétaire pour l'Europe?", Banque, no. 379, dicembre 1978.

.3.2. L'ECU : Un fallimento su tutta la linea

Per Pascal Salin l'ECU sarebbe una caricatura di moneta. In effetti, per far si che l'ECU possa essere una vera moneta bisognerebbe che gli agenti economici possano detenere degli averi in ECU rappresentanti un potere d'acquisto. L'ECU non è niente d'altro, secondo Salin, che un mezzo per contabilizzare eventuali debiti e crediti in monete nazionali e un mezzo per esprimere i tassi di cambio. Queste modeste caratteristiche, a parere dell'autore in questione, non giustificherebbero l'attenzione che è stata data alla sua creazione.

Per Peeters et Grauwe (1) l'ECU è un elemento inutile. L'accordo sulla fissazione delle parità con riferimento all'ECU è in sè superfluo. Lo stesso risultato può essere infatti ottenuto utilizzando la griglia delle parità, come avveniva nel Serpente. Gli autori in questione affermano inoltre che gli interventi sono in realtà basati sulla griglia delle parità e sui margini di fluttuazione tra le monete prese due a due. Sono le parità in ECU che sono dedotte infatti dalle parità bilaterali e non il contrario come la risoluzione che crea lo SME potrebbe lasciar credere. Secondo i due autori, l'utilizzazione dell'ECU costituisce una tappa intermediaria che non ha ragione di essere. Oltre a questo fatto, sempre secondo gli stessi autori, l'ECU sarebbe una cattiva unità di conto. La composizione tipo del paniere presenta un certo numero di inconvenienti che rendono difficile l'utilizzazione dell'ECU come unità di conto. Secondo Peeters e Grauwe, l'ECU non è una buona unità di conto in quanto prima di tutto, ogni modifica della parità di una moneta in rapporto all'ECU è accompagnata immediatamente da una modifica delle parità per tutte le altre monete; in secondo luogo l'ECU è viziato da un certo numero di complicazioni tecniche che ne fanno uno strumento destinato a fluttuare enormemente.

(1) T. Peeters e P. de Grauwe: "Les problèmes du SME et ses relations avec le dollar". Articolo, Problèmes économiques, 27.6.1979.

Sempre per gli stessi autori, l'ECU sarebbe un mezzo di pagamento inadeguato. Essi giustificano questa critica affermando che le qualità di un buon mezzo di pagamento non sono rappresentate solamente dalla stabilità, ma anche dal fatto di possedere un valore che possa essere previsto con un rischio minimo.

> "Il est intéressant pour l'importateur belge, par exemple, qui effectue une commande en Allemagne et qui devra payer en DM de savoir quel sera demain le taux de change DM/FB. L'utilisation de l'ECU ne présenterait pas d'attrait pour lui puisqu'il serait obligé de faire des pressions sur les taux de change de toutes les autres monnaies qui composent l'ECU. Autrement dit, l'ECU accroît le coût de l'information au lieu de le réduire." (1)

5.3.3. Il Fondo Monetario Europeo (FME), un'aberrazione economica

Secondo sempre Pascal Salin, c'è incompatibilità tra l'esistenza di un sistema di cambi fissi e l'esistenza di un Fondo dotato di mezzi importanti. Secondo Salin, la logica profonda di un sistema di cambi fissi vuole che un paese debba procedere a delle misure di aggiustamento quando le sue riserve di cambio variano; in particolare esso deve ridurre la creazione monetaria quando perde delle riserve. In regime di cambi fissi dunque, la politica monetaria è dipendente. Un paese deve far dipendere la massa monetaria interna dalle sue riserve esterne. Per Salin, dare la possibilità ai paesi membri di ricorrere ai crediti internazionali significa aggiustare le riserve alla creazione monetaria, dunque a perpetuare gli squilibri e a provocare delle crisi di cambio. La disponibilità delle riserve prestate da un Fondo incita dunque a praticare una politica di neutralizzazione, cosa che accentua gli squilibri.

(1) T. Peeters - P. de Grauwe: Op. cit.

5.4. Conclusione: Considerazioni generali sulle critiche allo SME

Le critiche svolte dagli autori presi in considerazione nelle pagine precedenti, sono effettivamente valevoli. Esse si situano, come abbiamo già avuto modo di affermarlo, su di una linea di rifiuto di ogni tentativo volto a trovare delle alternative alla situazione di "flooting" puro. Per questi autori di ispirazione monetarista infatti, la fluttuazione libera rappresenta l'optimum possibile e dunque la sola forma capace di risolvere i problemi monetari attuali.

Lo SME è dunque contrario ai principi del monetarismo. La soluzione, o meglio il tentativo di soluzione che lo SME porta con sè non è conforme ai dogmi di questa teoria. Per questa ragione esso è rifiutato a priori.

Questo detto, è perfettamente logico trovare negli scritti di Karl Brunner l'affermazione secondo la quale fintanto che non si attua il "principio dell'egemonia" è la fluttuazione libera che rimane la sola soluzione per un "organizzazione monetaria". Oppure di scorgere negli scritti di Pascal Salin la tattica di criticare a fondo l'istituzione rappresentata dallo SME, e di ripartire con tenacia proponendo l'idea di una "moneta parallela" totalmente indicizzata, che secondo la teoria della "buona moneta che scaccia la cattiva", dovrebbe imporsi sul mercato europeo.

Salin propone dunque una moneta fatta per il mercato. Questo non impedirà però a nostro parere che a seguito di una eventuale crisi monetaria, le monete dei paesi interessati partano in tutte le direzioni facendo così fallire i minimi legami faticosamente costruiti.

Date le dimensioni dei capitali che gli sceicchi o le multinazionali ormai gestiscono, un punto percentuale in più del tasso d'interesse, per esempio (vedi situazione attuale), o lo spostamento di qualche centesimo del cambio, significa avere in più o in meno svariati milioni di dollari. Ed ecco allora che questa marea di capitali rappresentata dai surplus petroliferi, si sposta in continuazione da un mercato all'altro inseguendo il massimo vantaggio immediato.

I tassi fluttuanti hanno avuto la possibilità di mostrare il loro effettivo valore. I risultati sono stati tuttavia scadenti. Inutile dunque a nostro avviso insistere su di un sistema che per funzionare necessita di una "situazione di concorrenza perfetta" che la realtà d'oggi non è in grado di offrire.

> "Le président Nixon devait le 15 août 1971, reconnaître l'inévitable et décéter l'inconvertibiliré officielle d'un dollar de moins en moins convertible déjà en fait depuis longtemps. L'étalon dollar-or cédait la place à l'étalon dollar-papier et les taux de change fixes cédaient la place aux taux de change fluctuants.
> Le moins que l'on puisse dire est que ceux-ci n'ont pas tenu les promesses de leurs promoteurs, officiels et académiques. Les taux de change fluctuants n'ont aidé ni à rétablir l'équilibre des balances des paiements, ni à résorber la récession et le chômage, ni surtout à contrôler l'inflation. Les déséquilibres de paiements, la récession, le chômage n'ont fait que s'aggraver d'année en année." (1)

Il nuovo Sistema monetario tiene conto di una realtà europea e internazionale e vuole essere un tentativo operazionale, che permetta di uscire da una situazione di fluttuazione, situazione che come abbiamo visto non si è rivelata efficace.

(1) R. Triffin: "Le désordre monétaire mondial et le nouveau SME". Articolo, Eurépargne, marzo 1979.

Lo SME, e questo per rispondere all'impostazione di base delle critiche precedenti, non è soltanto un sistema di cambi fissi.

Gli autori dello SME sono ben coscienti del fatto che i paesi della CEE non rappresentano una cosiddetta "area monetaria ottimale". In effetti, anche se una importante integrazione delle economie è stata fatta per quello che concerne la specializzazione delle produzioni, la ripartizione delle quote di mercato e la realizzazione di un mercato unico, è evidente il fatto che le situazioni congiunturali e cicliche delle diverse economie sono molto differenti. In particolare si osserva che (a) i tassi di crescita e i livelli di disoccupazione sono diversi nei paesi considerati, che (b) certi paesi sono in disavanzo per quello che concerne i conti con l'estero, mentre che altri registrano dei benefici che in certi casi hanno un carattere strutturale, che (c) i tassi di inflazione sono molto diversi. Dunque, per riassumere, si è davanti a delle situazioni congiunturali e strutturali diverse che domandano delle scelte differenti in materia di politica economica.

Unitamente a questa presa di coscienza, gli autori dello SME sono anche consapevoli del fatto che l'esistenza di un regime di cambi stabile rappresenti un elemento di stimolo ulteriore al processo di integrazione economica, in quanto, garantendo la stabilità dei cambi, esso favorisce il flusso delle merci e dei capitali all'interno dell'area interessata.

Lo SME è dunque un sistema di tassi di cambio fissi ma variabili. Nulla impedisce che delle correzioni possano avvenire, anzi esse sono, se necessarie, auspicate. Insieme ad una certa volontà che gli Stati (soprattutto

quelli deboli) devono mostrare per frenare la loro inflazione (dunque piuttosto una politica di riduzione dell'inflazione che politica di deflazione), lo SME prevede, per quello che concerne i problemi di riaggiustamento, le correzioni delle monete sopravalutate piuttosto che la correzione di monete sottovalutate. Esso prevede dunque il ricorso a rivalutazione che non a svalutazioni. Gli autori dello SME si sono preoccupati di prendere in considerazione le diverse esigenze dei paesi partecipanti e questo, allo scopo di rendere il sistema praticabile. Lo SME tenta di dare una risposta che permetta di realizzare qualcosa, di non necessariamente perfetto è vero, ma che permetta almeno di evitare una "rottura" che potrebbe essere, per l'Europa, molto pericolosa.

Lo SME per il momento resiste, e questo malgrado la situazione che è venuta a crearsi dopo la seconda crisi petrolifera.

> "La première année du fonctionnement du SME a montré que ce système présente de sérieux avantages par rapport à l'ancien serpent monétaire; il a manifesté plus de réalisme en permettant des ajustements techniques en temps utile, il établit un meilleur équilibre des responsabilités entre les économies dont la monnaie s'apprécie et celles dont la monnaie se déprécie et il repose sur de plsu grandes possibilités d'intervention notamment en ECUS. La mise en place du SME a contribué à réduire de manière très sensible les incertitudes que l'instabiliré du marché des changes faisait peser sur le commerce international et sur les calculs de rentabillté des chefs d'entreprises. Compte tenu de l'importance du commerce intracommunautaire pour les pays participants, la stabilisation des cours au sein du SME a contribué de manière significative au maintien d'une croissance soutenue et au développement des investissements. Les pays membres du système se sont également efforcés de coordonner mieux que par le passé leurs politiques économiques, monétaires et financières pour éviter l'apparition de tensions importantes au sein du SME." (1)

(1) E. Karailiev: "Le SME un an après: un premier bilan". Articolo, Economies et finances agricoles, 6.8.1980,

4.1. Lo SME e i movimenti dei capitali

Lo SME necessita di miglioramenti per poter far fronte a delle situazioni che potrebbero presentarsi in avvenire. E' il caso per esempio di un certo controllo dei movimenti di capitali internazionali.

Se si vuole una liberalizzazione dei moviemnti dei flussi reali, bisogna fare in modo che i movimenti dei capitali non vengano a portare scompiglio nei movimenti dei tassi di cambio flessibili, dove il tasso di cambio non varierebbe più in funzione dei flussi reali, ma essenzialmente in funzione dei flussi monetari.

Il controllo dei movimenti di capitali è stato sempre presente nello spirito delle regole del Fondo monetario internazionale.

> "Dans les deux plans principaux qui menèrent au système de Bretton-Woods, le Plan Keynes et le Plan White, on avait assisté à des discussions concernant le rôle des mouvements de capitaux. L'idée générale était qu'une certaine restriction sur les mouvements des capitaux était nécessaire. En particulier, Keynes avait été très explicite sur cet argument en affirmant entre autre que le contrôle des mouvements des capitaux, soit vers l'interne, soit vers l'externe, devrait être un élément de base du nouveau système." (1)

Il fatto di procedere a regolamentare i movimenti di capitali, può essere considerato come una ribellione a quello che fu per lungo tempo considerato come un notevole progresso in economia finanziaria: vale a dire la massima libertà dei movimenti di capitali, cioé l'assenza di ogni controllo.

Tutte queste considerazioni del passato, non provano ad ogni modo che al momento in cui questo postulato fu formulato, come obiettivo della politica finanziaria, economisti e uomini di affari non si siano sbagliati. Ad ogni modo quello che si può constatare è che essi non sono

(1) E. Hoffmeier: (Governatore della Banca centrale danese) "Il mercato internazionale dei capitali e il sistema monetario internazionale". Articolo, Bancaria, 12.1976

riusciti a creare in una forma duratura le condizioni nelle quali una tale libertà poteva svilupparsi senza provocare il più grande disordine monetario che il mondo abbia mai conosciuto.

> "Aujourd'hui ce monde connaît une assez grande mesure de liberté des mouvements de capitaux (par exemple euromarchés) mais le désordre monétaire et financier qui l'accompagne n'a jamais été plus grand. Devant les inconvénients économiques qui en découlent, on est donc tenté d'y renoncer et de recommander le contrôle pour l'abandon duquel on a beaucoup plaidé." (1)

Se si vuole instaurare nel contesto europeo un regime di cambio stabile che possa effettivamente favorire un processo d'integrazione delle economie, è necessario costruire un sistema che renda minimi i rischi impliciti nell'accettazione del legame rappresentato dall'accettazione della stabilità del cambio e dalla riduzione dei margini di manovra a disposizione delle autorità monetarie.

Questa sembra essere la linea scelta dallo SME. La "fumée technique" che certi pensatori gli contestano deriva da questa preoccupazione di voler conciliare nel limite del possibile le esigenze minime dei vari Stati rappresentati nell'accordo. Se lo SME si pone queste preoccupazioni è per il fatto che i suoi autori hanno voluto creare nello stesso tempo un elemento immediatamente utile all'Europa e dunque immediatamente praticabile.

(1) F.A. Smets: "Le mouvement des changes", articolo, Eurépargne, 11.1979

> "Dans le Serpent, c'était brutalement simple: les pays qui se trouvaient au plancher s'alignaient sur le deutsche Mark et sur la politique allemande. Il n'y avait pas de coordination, pas de choix, les autres partenaires étant plus petits que l'Allemagne. (...) Dans le SME, le moment de la vérité sera celui où, au moment d'une tension sur le marché des changes, on s'assiéra autour d'une table pour décider qui fait quoi." (1)

Per quello che concerne l'ECU, è vero, esso non è ancora una moneta europea, ma esso possiede ad ogni modo, almeno potenzialmente, delle "chances" di applicabilità; questo contrariamente al diritto speciale di prelievo del FMI. La presenza di una "colorazione politica" conferisce al nuovo strumento europeo una certa credibilità.

Il fatto di accettare uno strumento come l'ECU che potrebbe sia entrare progressivamente nel costume economico tra lo SME e il sistema privato, sia essere ridistribuito dalle banche centrali (esse potrebbero incaricarsi di farlo circolare nell'ambito del settore privato della loro propria nazione prendendo dei rischi di cambio in rapporto all'ECU) rappresenta un rischio minore in rapporto al rischio di deflazione che ogni paese si assumerebbe esercitando sulla sua economia delle pressioni deflazionistiche per equilibrare la bilancia dei pagamenti.

Lo SME, per il momento almeno, sembra avere dalla sua parte il maggiore "atout" di riuscita, vale a dire il <u>consenso politico</u>.

(1) <u>F.A. Smets</u>: "Un Sistema monetario internazionale". Articolo, Eurépargne, marzo 1979.

Lo SME, se vuole sopravvivere non deve ridursi ad essere un semplice regime di "crawling peg" all'interno della area comunitaria. Se vuole sopravvivere deve diventare l'asse centrale di una coesione effettiva delle nove monete europee vis-à-vis dell'esterno.

> "Lo SME prétend instaurer une zone de calme monétaire sur notre continent, mais il reste exposé aux vents du large. Le dollar restant la principale monnaie internationale, aussi longtemps que son cours ne sera pas régularisé, notre fragile édifice risquera d'être démantelé par les tempêtes venues d'outre-Atlantique. On ne peut nier qu'il y ait là un danger très sérieux, mais ici encore il faut avoir une vision évolutive du problème.
>
> L'existence du SME, crée un pôle monétaire capable de faire contrepoids au dollar et, par conséquent, d'exercer une certaine pression sur les Etats-Unis et de faciliter une négociation globale, indispensable pour parvenir, dans un avenir plus au moins éloigné, à une solution véritablement robuste." (1)

La situazione internazionale non permette allo SME di limitarsi ad assumere una posizione difensiva. Se i nove non avranno una politica agressiva nei confronti dell'estero, l'Europa comunitaria subirà un fallimento sul piano interno.

(1) F. Gabriel: "Problèmes monétaires internationaux: réalisations européennes et perspectives mondiales". Articolo, Revue d'Economie politique, dicembre 1980.

QUARTA PARTE

I possibili contributi

6. I POSSIBILI CONTRIBUTI DELLO SME ALLA SOLUZIONE DEI PROBLEMI INTERNAZIONALI

.1. Lo SME e la necessità di controllare le fluttuazioni del dollaro

Come già fu il caso per l'Unione Europea dei Pagamenti, il successo del Sistema monetario europeo dipende, sia dalla stabilità dei tassi di cambio interni alla CEE, sia dalla posizione delle monete del Sistema nel loro insieme nei confronti del dollaro. Riferendosi alla esperienza dell'UEP, e tenendo in considerazione i mutamenti intervenuti e che ancora stanno intervenendo nella posizione del dollaro, il bisogno di una politica estera comune e coerente dell'Europa comunitaria nei confronti della moneta americana sembra ormai più che dimostrato.

Gli avvenimenti degli ultimi otto anni hanno mostrato tre fasi distinte relative al comportamento del dollaro degli Stati Uniti in rapporto all'insieme delle monete europee.

Una prima fase (dal 1973 al 1979) caratterizzata da una "baisse" tendenziale del dollaro provocata in larga misura dalla politica del "benign neglet" (benevola negligenza) praticata dalle autorità americane. (A partire dall'autunno del 1978, con il piano Carter, gli americani avevano già fermato la fase discendente della loro moneta. La stabilizzazione effettiva è giunta però con le misure dell'autunno 1979).

> "A l'automne 1979 les autorités monétaires américaines ont résolument mis le point final à une phase de leur politique que l'on a cru, à l'étranger, pouvoir appeler celle du "benign neglet", ou, si l'on préfère, de l'indifférence indulgente à la mauvaise tenue du dollar. C'est le nouveau secrétaire au Trésor, William B. Miller qui a prononcé une phrase révélatrice de la rupture de son gouvernement avec la politique suivie au cours des années antérieures. "Les Etats-Unis, a-t-il dit, sont déterminés à maintenir sur les marchés des changes la stabiliré du dollar par rapport aux grandes monnaies comme le deutsche mark". (1)

Questo calo della moneta americana aveva causato il fallimento del tentativo del Serpente, fallimento sopravvenuto a causa della reazione diversificata, rispetto alle monete europee, dei piazzamenti che fuggivano il dollaro. Si può tranquillamente affermare a questo proposito che il fallimento del Serpente e in definitiva di tutto il Sistema monetario internazionale non sarebbe avvenuto, se i paesi europei in particolare avessero adottato un atteggiamento comune e coerente in rapporto al mercato dell'eurodollaro. Se gli accordi monetari del momento fallirono la responsabilità è anche da addebitare al fatto che ognuno ha voluto sbarazzarsi dei dollari in possesso gettandoli sulle spalle del vicino.

Una seconda fase (dal 1979 al 1980) caratterizzata dalle misure prese dalle banche centrali degli Stati Uniti, della Germania e della Svizzera.

(1) Rainer Hellmann: "Aprês le Benign Neglet ... des lendemains qui déchantent", Articolo, Eurépargne, Gennaio 1980.

"Quelques mois d'expérience de "gestion collective" des taux de change semblent donner raison aux banques centrales qui ont accepté de s'engager dans cette nouvelle voie: le FED américain, la Bundesbank allemande, et la Banque nationale suisse peuvent faire valoir une année complète de succès dans la mesure où le dollar, le DM et le franc retrouvent, en fin d'année, les cours qui étaient à peu près les leurs au 1er janvier 1979". (1)

Queste iniziative hanno portato una certa calma sul mercato dei cambi. Calma che ha permesso la realizzazione della fase iniziale del Sistema monetario europeo.

Una terza fase (1980 in avanti) nella quale il dollaro si rinforza in rapporto alle monete europee in generale e del marco tedesco in particolare.

Il trend ascendente del dollaro è stato in questa terza fase impressionante. All'inizio del mese di agosto 1981, la moneta americana era quotata a Zurigo a 2,19 franchi svizzeri, a Francoforte a 2,51 DM, a Parigi a 6 FF e a Tokyo a 239 yen.

Una quarta fase, non ancora evidente, sembra doversi aggiungere alle precedenti. Questa fase, che per ora non risulta significativa in quanto nascosta dal movimento al rialzo del dollaro, a causa come abbiamo visto principalmente dei tassi d'interesse, è stata preannunciata, se così si può dire, il 12 aprile 1981 dal segretario americano Donald Regan a Londra.

(1) M. Si.: "Marchés des changes: la stabilité demeure fragile et menacée", Articolo, Journal de Genève del 3.1.1980.

Il corso della moneta americana, tradurrà fedelmente, da questo momento in avanti, il libero gioco delle forze di mercato, al rialzo come pure al ribasso. E' questa la conseguenza della scelta monetarista effettuata dalla nuova amministrazione. Perseguimento di una linea restrittiva all'interno - meno creazione monetaria - liberazione dagli obblighi esterni che potrebbero rimettere in causa l'obiettivo di stabilizzazione assegnato all'autorità monetaria. Teoricamente si assiste dunque a un ritorno alla situazione del 1973-1978.

> "Dans les conditions présentes, la renonciation à toute intervention (sauf cas exceptionnels) sur le marché des changes, n'a guère de portée pratique. Sous l'effet du resserrement de la politique officielle du crédit, qui maintient les taux d'intérêt américains à un niveau élevé, le cours de change du dollar demeure ferme. ... En revanche, il en ira tout différemment le jour où, les circonstances aidant, le dollar se repliera. Ce jour n'est pas nécessairement proche. Mais quand il arrivera, les Européens feront bien de se souvenir que dans l'optique monétariste, le cours extérieur du dollar n'occupe qu'une place tout à fait accessoire parmi les préoccupations des dirigeants américains." (1)

Si può quindi affermare che la "altalenante" politica monetaria americana introduce nuovi fattori di instabilità nella già precaria scena monetaria ed economica mondiale. E questo è valido soprattutto per i paesi europei in quanto i delicati equilibri interni allo SME potrebbero, a causa di questo fatto, spezzarsi.

(1) M. Stepczynski: "Leçon monétariste No. 2", Articolo, Journal de Genève du 22.4.1981

> "Perciò quando da Washington si predica di lasciar fare al mercato s'intende inviare agli europei un preciso invito a seguire la ricetta reganiana della lotta alla inflazione attraverso il rincaro dei tassi d'interesse. Solo che questo non è uno stimolo all'allineamento e alla pacificazione dei mercati sui nuovi equilibri, piuttosto si tratta di una provocazione al combattimento verso una "generale guerra dei tassi", preludio a una diaspora protezionistica del commercio mondiale". (1)

La storia delle fluttuazioni del dollaro è esemplare in quanto mostra come i fattori che hanno fatto sentire la loro influenza sui mercati dei cambi sono essenzialmente di natura monetaria e finanziaria. Essi non hanno che un rapporto molto lontano con i fenomeni propriamente economici, quale l'evoluzione dei costi e pertanto dei livelli dei prezzi comparati.

Il raddrizzamento del livello del dollaro della metà di gennaio del 1980 fino all'aprile dello stesso anno, per esempio, si produce nel corso di uno dei periodi più scuri dell'economia (recessione) e del sistema finanziario (quasi crollo del mercato delle obbligazioni che accelerò la salita dei tassi d'interesse) americani. Gli ultimi avvenimenti ci mostrano che la curva ascenzionale della moenta americana è quasi esattamente legata a quella dei tassi d'interesse sul mercato monetario (corto termine).

L'Europa comunitaria e non comunitaria subisce passivamente questi avvenimenti. Le uniche reazioni si situano sul piano individuale a livello nazionale con interventi tendenti a sostenere la propria moneta.

(1) Massimo Riva: "La Guerra del dollaro", Articolo, La Repubblica, 21.5.1981

Se questo atteggiamento dovesse continuare, fatalmente l'Europa subirà le influenze esterne e il nuovo sistema crollerà a causa di esse.

Il nuovo SME, tra gli obiettivi fissati, vale a dire lo sviluppo del ruolo dell'ECU (permettergli di giocare pienamente il ruolo di strumento di regolamento e di riserva) e il consolidamento del meccanismo del sistema nel Fondo monetario europeo, prevede un comportamento più unitario da parte della Comunità nella cooperazione monetaria internazionale, compresa, appena possibile, l'effettuazione di una politica coordinata in rapporto alle principali monete internazionali e in maniera particolare verso il dollaro.

> "La durabilité du SME et ses incidences sur le plan international exigent que soient coordonnées les politiques de change pratiquées à l'égard des pays tiers et qu'il soit procédé, dans toute la mesure du possible, à une concertation avec les autorités monétaires de ces pays." (1)

Per il momento questa politica coordinata non ha ancora preso forma. Essa è nondimeno il fulcro centrale che determinerà la riuscita o il fallimento del Sistema monetario europeo.

(1) Résolution du Conseil Européen concernant l'instauration du SME et questions connexes; Bruxelles, il 5.12.1978.

"Et voici l'une des carances majeures à l'heure actuelle du SME: il n'a guère favorisé la restructuration du système monétaire international. Sa création n'a même pas débouché encore sur une définition claire d'une position par rapport au dollar ni le choix d'une position internationale pour l'économie européenne. ... D'autre part il faut garder la tête froide sur un point: le SME ne contribuera à l'établissement du nouvel ordre économique et monétaire mondial que dans la mesure où ses positions politiques par rapport au dollar et au rôle de l'économie américaine seront clairement définies." (1)

1.1. Il controllo del dollaro e la crisi petrolifera

Ma quali sono i mezzi per lo SME di pervenire, nella situazione attuale, ad attuare un controllo della moneta americana ?

Per rispondere a questa domanda, bisogna riferirsi alla situazione monetaria internazionale, situazione caratterizzata dalla presenza di grandi masse di capitali che si spostano a corto termine. Capitali pronti a spostarsi una volta verso le monete europee più forti a causa di una certa diffidenza verso le autorità americane (benign neglet), un'altra volta, al contrario, pronti a indirizzarsi in massa sul dollaro (ultimi avvenimenti) a causa, tra l'altro dei tassi d'interesse più interessanti pagati dal biglietto verde.

(1) Emilio Colombo, conferenza citata dal Journal de Genève del 23.5.80 in un articolo dal titolo "Le renforcement du SME est vital pour la construction européenne.

Dietro questa situazione, c'è, ben inteso, la nuova crisi petrolifera con le sue eccedenze correnti in cerca di piazzamenti, che, a causa della mancanza di valide alternative, tendono a riversarsi sul mercato dell'eurodollaro rendendo la situazione ancora più instabile e indipendente dalle volontà nazionali.

L'Europa si trova nel mezzo di questa situazione pericolosa. Un deprezzamento del dollaro può provocare il fallimento dei tentativi per pervenire a una stabilizzazione dei corsi di cambio delle monete europee, a causa della direzione unilaterale che prenderebbero i piazzamenti degli investitori che per un desiderio di diversificazione abbandonerebbero il dollaro; un rialzo della moneta americana comporterebbe il rischio del fallimento dei tentativi europei, a causa dei differenti impatti inflazionistici sulle nazioni europee causati in particolare dall'aumento del prezzo delle importazioni petrolifere.

M. Van Ypersele, parlando dei compiti futuri che attendono lo SME, e in particolare del suo inserimento nella realtà internazionale, propone una soluzione fondata su delle zone di fluttuazione:

> "La réforme que le SME préconise comporte les volets suivants: a) le premier élément d'un retour graduel à plus de stabilité monétaire internationale consiste à créer dans le monde d'importantes zones de stabilité, au sein desquelles, grâce à des politiques économiques internes plus harmonisées, on puisse maintenir des taux de change plus stables. Au Conseil Européen de Bruxelles, la création d'une zone de stabilité monétaire européenne a été décidée; b) le second élément consiste à tâcher de réduire au maximum les fluctuations de change entre ces trois zones (ECU, dollar,yen) tout en assurant un niveau élevé d'activité économique, en réalisant une meilleure coordination des politiques conjoncturelles de ces trois zones, en particulier les politiques budgétaires et monétaires". (1)

(1) J. Van Ypersele: "Le cadre international du Système monétaire européen", Articolo, Eurépargne, Marzo 1979.

Questa soluzione sembra tuttavia di difficile realizzazione per un Europa che limitasse la sua azione basandosi su di un approccio dei problemi di ordine difensivistico.

Sono infatti i movimenti di capitali a corto termine che determinano oggi, le variazioni di cambio. E dietro questi movimenti repentini e destabilizzanti dei capitali c'è in ultima analisi la crisi petrolifera con i suoi squilibri di bilancia corrente.

Dunque, se lo SME vuole intraprendere la strada del controllo degli elementi esterni, deve essere in grado di influenzarli. Il successo dello SME per quello che riguarda il controllo del dollaro, necessita da parte della Comunità europea di una partecipazione attiva nel riciclaggio delle eccedenze delle bilance correnti dei paesi dell'OPEP.

La soluzione delle "zone" può avere il successo sperato solamente se lo SME non si accontenterà di controllare una situazione di cambio ma se saprà diventare uno strumento aggressivo e creativo in difesa degli interessi europei. La zona SME, come avremo occasione di vedere in dettaglio nelle prossime pagine (6.4.3.), potrà proporsi, per esempio, come una delle zone disposta a prendere su se stessa il riciclaggio delle eccedenze che la concernono direttamente, invitando così le altre zone in questione a fare altrettanto.

Per quello che concerne il problema dei paesi in via di sviluppo, e in particolare quello di trovare una soluzione al riciclaggio dei petrodollari verso questi paesi, la soluzione sarà a questo momento più facile da praticare. Si tratterà a questo momento di un "resto" da riciclare in forma comunitaria.

6.2. Crisi energetica e discussione sulle modalità di aggiustamento della bilancia dei pagamenti (1)

La crisi petrolifera agisce sia trasformando i rapporti internazionali, sia modificando i circuiti tradizionali dei capitali creando dei nuovi meccanismi di trasferimento dei fondi.

Gli abituali criteri di aggiustamento di corto termine delle bilance dei pagamenti sono messi in crisi dalle dimensioni dei disavanzi, mentre si fa sempre più strada l'idea che la riduzione e il finanziamento degli squilibri costituisca il problema più importante sul quale dovrà concentrarsi il sistema monetario internazionale.

Infatti, questo sistema che già era stato scosso in occasione del crollo della convertibilità nel 1971 e dalla fine del sistema delle parità fisse nel 1973, subisce con le due rivalutazioni del prezzo del greggio del 1974 e del 1979 un altro duro colpo. Mentre che i principi dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti avevano conservato fino al momento del primo shock petrolifero il loro significato, il gigantesco disavanzo della bilancia dei pagamenti dovuto ai prezzi del petrolio non poteva, nella maggior parte dei casi, essere soppresso con delle misure normali di aggiustamento, vale a dire tramite il trasferimento di risorse reali. Questa è la ragione per la quale invece di prendere delle misure per ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, molti paesi dovevano accontentarsi del semplice finanziamento di questi disavanzi.

(1) Per la stesura di questo sottocapitolo ho preso lo spunto da un articolo di Mario Arcelli intitolato: "Prospettiva di aggiustamento delle BdP e riciclaggio dei petrodollari" Credito Popolare, Giugno 1978.

La crisi delle economie occidentali, originata, come abbiamo visto, dal brusco aumento dei prezzi del petrolio, domanda dunque di riconsiderare la validità di certi criteri di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. Possiamo in maniera generale affermare che è indispensabile una "revisione" della dottrina dello aggiustamento, dottrina che dimostra al momento attuale una certa incapacità di confrontarsi con le attuali trasformazioni dei rapporti economici internazionali.

.2.1. Le considerazioni teoriche di Robert Mundell (2): Prima posizione dottrinale

La teoria monetaria internazionale di R. Mundell si occupa a questo riguardo dei cosiddetti "saldi globali". L'autore pone la sua attenzione sugli equilibri d'insieme dei conti con l'estero, equilibri fondamentalmente di corto periodo. Si assiste a una preminenza degli interventi di corto termine, che sovente risultano indesiderabili a lungo termine.

Con questo modo di procedere si verifica una certa negligenza per quello che riguarda l'indebitamento verso l'estero. Per Mundell in effetti, gli aggiustamenti della parte corrente della bilancia dei pagamenti possono essere evitati manipolando con correttezza il conto capitale della stessa bilancia.

(2) R. Mundell: "International Economic", Macmillan, NY, 1968

L'approccio di Mundell costituisce l'estensione, al caso di una economia aperta, del principio fondamentale di politica economica di Timbergen, principio che stabilisce l'uguaglianza del numero degli obiettivi e del numero degli strumenti come condizione necessaria per la soluzione di un modello normativo.

Gli obiettivi nell'analisi di Mundell saranno rappresentati dall'equilibrio interno di piena occupazione e dall'equilibrio esterno dell'economia (parità globale della bilancia dei pagamenti).

Gli strumenti, saranno identificati nella politica monetaria (variazione del tasso d'interesse destinato a raggiungere l'obiettivo esterno) e nella politica fiscale (variazione del disavanzo o dell'eccedenza di bilancio, questo per dei fini interni), questo con cambi fissi.

Quando la flessibilità dei cambi coesiste con la perfetta mobilità dei capitali, la teoria di Mundell considera la politica monetaria efficace a livello dell'occupazione, e quella fiscale per quello del saldo della bilancia corrente. Secondo Mundell, la flessibilità dei cambi offre un grado di libertà in più nella conciliazione degli obiettivi interni ed esterni.

Anche in questo caso, l'equilibrio esterno viene rapportato a un saldo globale della bilancia dei pagamenti, trascurando di mettere in evidenza il valore dell'indebitamento verso l'estero.

.2.2. Le considerazioni teoriche di J. Williamson (1) seconda posizione dottrinale

Williamson mette al centro dell'interesse dell'analisi il saldo della bilancia corrente e il lungo termine.

L'approccio di Williamson si fonda sulla teoria del "benessere". Essa ci insegna che l'aggiustamento ottimale della bilancia dei pagamenti si realizza nella parte corrente piuttosto che nei movimenti di capitale, e che lo strumento corretto per ottenere questo risultato è il cambiamento dei rapporti di cambio o la variazione dei salari monetari.

Williamson conferma queste proposizioni e definisce il comportamento ottimale nel tempo, inquadrando gli interventi in una prospettiva di lungo periodo. L'autore in questione contesta alla teoria dominante la preminenza degli interventi di breve periodo che spesso risultano indesiderabili in termini di obiettivi di lungo periodo di cui ostacolano la realizzazione, e la negligenza per il livello di indebitamento verso l'estero che può rivelarsi fuorviante per le decisioni strategiche di politica economica. Infatti, l'equilibrio della bilancia generale non implica in alcuna maniera quello delle bilance parziali. Ora, non è indifferente per un paese il fatto di avere un disavanzo commerciale finanziato da delle entrate di capitali, o un eccedente commerciale utilizzato per dei piazzamenti all'estero: le ripercussioni sul piano dell'impiego, del livello di vita, dell'inflazione sono troppo differenti per che un Governo se ne disinteressi.

(1) J.H. Williamson: "On the normative theory of balance of payments adjustment" in "Monetary theory and monetary policy in the 1970's", Oxford University Press, 1971

Secondo Williamson, il fatto che gli aggiustamenti delle partite correnti possono essere evitati manipolando il conto capitale, avrebbe un'influenza perniciosa sulla politica economica e contribuirebbe alla persistenza degli squilibri e alla spinta inflazionistica.

Dopo l'ultima crisi petrolifera, sia le indicazioni di Mundell, sia le tesi di Williamson sembrano inadatte ad affrontare i nuovi problemi che si disegnano all'orizzonte.

In Mundell si nota la presenza di un carattere distorsivo. Esso deriva sia dalle conseguenza interne dell'adozione di tassi d'interesse determinati da delle preoccupazioni esterne, sia da un incitamento insufficiente a riequilibrare le partite correnti in presenza di movimenti competitivi dei capitali. In più di questo, nella nuova realtà segnata da questa crisi energetica, bisogna sottolineare l'incapacità di misurarsi con dei deficit di bilancia dei pagamenti di queste dimensioni. In effetti il completo riequilibrio dei disavanzi delle partite correnti attraverso dei movimenti di capitale indotti da variazioni dei tassi d'interesse non sembra realizzabile per molte economie nelle presenti circostanze.

L'analisi di Williamson sembra per parte sua, eccessivamente astratta, e questo sia per il peso posto sul lungo periodo, sia per il ruolo centrale esercitato in questa teoria dal concetto del "benessere", funzione sovente di difficile determinazione. Per certi paesi deficitari i problemi di accumulazione ottimale di attività nette sull'estero si rivelano assai lontani. Si tratta piuttosto oggi sovente

di evitare il collasso dell'economia determinato dalla mancanza di riserve valutarie e dalla difficoltà di accrescere ulteriormente il debito con l'estero.

.2.3. La posizione degli organismi monetari internazionali

Dal punto di vista di questi organismi, tradizionalmente l'indicatore importante concernente lo sviluppo dei rapporti di un sistema economico con il resto del mondo era costituito dal saldo della parte corrente della bilancia dei pagamenti, e il conseguente obiettivo di politica economica era identificato con l'equilibrio di questa parte della bilancia globale. Temporaneamente un paese poteva contare su dei movimenti di capitali per mantenere un certo equilibrio nei conti con l'estero compatibili con la diminuzione delle riserve valutarie. Questo alfine di non gravare troppo pesantemente sul livello dell'occupazione. Ma se il deficit di parte corrente si rivelava persistente, questo avrebbe dimostrato l'esistenza di uno squilibrio fondamentale che avrebbe dovuto essere eliminato con un cambiamento della parità dei cambi.

Gli anni sessanta, in seguito alla teoria dominante, mettono in rilievo prima di tutto il concetto di bilancia di base che comprende i movimenti di capitali a lungo termine e solo in seguito il concetto di saldo globale della bilancia dei pagamenti. Con l'introduzione dei cambi flessibili, l'equilibrio esterno che avrebbe dovuto realizzarsi automaticamente è visto come un obiettivo globale che fa astrazione dal saldo della bilancia corrente quale obiettivo separato.

6.2.4. Crisi energetica e modalità di aggiustamento

La crisi energetica si inserisce per l'ampiezza dei suoi squilibri in questo contesto di ricerca di una soluzione adeguata verso l'estero.

Questa crisi contribuisce a ricercare una più grande severità di comportamento anche al di fuori degli schemi tradizionali di aggiustamento delle bilance dei pagamenti. Se da una parte le istituzioni internazionali rimproverano i paesi deficitari di ricercare troppo rapidamente l'equilibrio dei conti con l'estero temendo delle svalutazioni competitive e temendo la diffusione di un clima recessivo a livello internazionale, d'altra parte, c'è un ritorno d'importanza del saldo della bilancia corrente (anche se si tende a fare una separazione tra saldo petrolifero e resto del saldo corrente).

Le dimensioni di questa seconda crisi petrolifera, escludono in ogni caso che almeno per i prossimi anni, si possa ricorrere al riequilibrio delle bilance dei pagamenti tramite la sola strada delle bilance correnti. Bisognerà dunque indirizzarsi verso il finanziamento esterno.

Si può dunque in definitiva affermare che si dovrebbe assistere a un ritorno ai principi Mundelliani; ma quasi paradossalmente, molto rare sono le indicazioni operative che derivano dal modello Mundelliano applicate alla realtà d'oggi. Le dimensioni del deficit e la situazione contradditoria d'inflazione-recessione, caratteristica di molti paesi e dell'economia internazionale, si oppongono a questo modello:

- le politiche monetarie e fiscali di carattere globale si rivelano sempre più inadatte per far fronte ai problemi di stagflazione delle economie moderne,

- la possibilità di migliorare il saldo della bilancia dei pagamenti attraverso un deprezzamento dei cambi, incontra dei gravi ostacoli negli altri paesi, nella risposta del mercato monetario e nel ritmo dell'inflazione che sembra stimolata da questo tipo di manovra,

- le politiche commerciali, che Mundell definisce come qualsiasi intervento che limita le importazioni o sviluppa le esportazioni senza influire direttamente sul livello del risparmio e dell'investimento, tendono a suscitare delle reazioni di tipo protezionistico da parte di altri paesi.

5.3. Il problema del riciclaggio dei fondi petroliferi

5.3.1. Il pericolo di avere nel dollaro il solo mezzo del riciclaggio

Il finanziamento del nuovo disavanzo petrolifero che è seguito all'aumento dei prezzi del petrolio del 1979, costituirà, se la soluzione sarà quella del riciclaggio via gli eurodollari, un elemento che verrà ad accrescere i problemi della stabilità del sistema monetario internazionale.

La migliore soluzione a questa situazione, potrebbe essere quella di trovare un sistema composito di finanziamento degli squilibri che possa evitare che ci sia una sola moneta che debba sopportare il peso dei cambiamenti di umore degli investitori internazionali. Ecco dunque l'interesse di poter mettere vicino al dollaro, per esempio un ECU, vale a dire una zona monetaria che possa evitare lo sfaldamento di tutto il sistema monetario internazionale derivante dai movimenti eccessivi della moneta americana.

Eccedenze petrolifere: Investimenti delle eccedenze petrolifere dei paesi produttori (in mia di dollari USA)

	1979	1980	1981	1 O 1982
Regno Unito				
Obbligazioni di Stato	0,4	1,9	1,0	0,1
Buoni del tesoro	-	-0,1	-	-0,1
Investimenti in sterline	1,4	1,4	0,5	0,5
Depositi in eurovalute	14,8	14,8	7,9	-0,9
Altri depositi in valuta estere	0,2	-0,5	-0,6	-
Totale	17,2	17,6	9,0	-0,5
Stati Uniti				
Obbligazioni di Stato e Notes	-1,1	8,2	10,9	2,6
Buoni del tesoro	3,3	1,4	-0,6	0,8
Depositi bancari	5,1	-1,2	-2,1	1,4
Altri depositi	1,1	4,7	4,6	0,1
Altri	-1,2	0,9	3,3	.
Totale	7,2	14,0	16,1	4,9
Altri paesi				
Depositi bancari in altri Stati ind.	18,7	26,2	-2,6	.
Altri inv. in altri Stati ind.	8,7	17,0	21,7	.
Banca Mondiale e FMI	-0,4	4,9	2,5	0,6
Crediti ai PVS	9,6	6,7	7,2	.
Totale degli inv. identificati	61,0	86,4	53,9	.
Investimenti non identificati	2,0	39,6	12,1	.
Totale d'investimento derivante dal disavanzo di bilancia corrente	63,0	126,0	66,0	.

Il controllo del dollaro da parte dei paesi europei, per essere effettivo, per non essere cioè soltanto il risultato di fortunate circostanze, deve scaturire tramite la strada indiretta della soluzione al problema degli squilibri di bilancia dei pagamenti (bilance correnti in questo caso), squilibri che si possono oramai definire, dopo la seconda crisi petrolifera, generalizzati.

Il controllo del dollaro, può essere definito dunque in una proposta alternativa al riciclaggio via il mercato dell'eurodollaro.

La scelta dell'alternativa eurodollaro, presenta numerosi aspetti contradittori. In effetti, il funzionamento di questo mercato, al di fuori di ogni controllo, aveva già mostrato di possedere un grande potere destabilizzante. Il problema verrebbe evidentemente aggravato se si volesse far ricorso a questo mercato per finanziare i nuovi debiti internazionali.

Nel caso di una scelta verso l'eurodollaro per il finanziamento degli squilibri internazionali, l'apparizione di forti tensioni su questo mercato non sembra si possa escludere, e questo a causa della sua configurazione molto particolare che possiamo schematicamente esporre tramite le osservazioni seguenti:

- visto che i paesi dell'OPEP, grazie al monopolio sul petrolio, tendono a monopolizzare nella stessa misura l'offerta di capitali, l'approvvigionamento dell'euromercato viene assicurato da un numero sempre più ristretto di depositari;
- i detentori di petrodollari, il cui comportamento resta caratterizzato da una preferenza cronica per la liquidità, preferiscono mantenere una parte preponderante dei

loro piazzamenti sottoforma di averi disponibili o realizzabili a corto termine, mentre che i paesi debitori, alfine di finanziare i loro disavanzi, cercano di procurarsi delle risorse a medio o a lungo termine. Questa situazione obbliga gli intermediari finanziari a procedere a una trasformazione delle scadenze su larga scala, fenomeno che presenta dei rischi evidenti in caso di brusco spostamento di fondi depositati da una piazza finanziaria all'altra, o a causa di uno spostamento da una moneta all'altra;

- per finire, un altro punto debole dell'euromercato è strettamente legato alla sua posizione creditrice giudicata eccessiva per rapporto ai paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio e per rapporto ai paesi dell'Europa dell'Est.

Un altro aspetto contradittorio relativo al ricorso al mercato dell'eurodollaro, derlva dalle sue implicazioni sulla creazione di liquidità al livello internazionale.

Rlprendendo in considerazione il fatto che l'esperienza di questo dopoguerra ha confermato i limiti di ogni sistema che fa dipendere l'aumento o la diminuzione della liquidità internazionale dall'equilibrio della bilancia dei pagamenti e dalla politica monetaria del paese a moneta di riserva, si può affermare che lo sviluppo dello eurodollaro ha aggravato questa situazione in quanto ha contribuito a trasmettere e ad amplificare le tensioni inflazionistiche o deflazionistiche degli Stati Uniti attraverso un processo di moltiplicazione della base monetaria. In effetti, le modalità con le quali il mercato dell'eurodollaro può realizzare un espansione multipla del credito non differiscono da quelle tipiche di ogni sistema bancario.

Non solamente, dunque, il mercato dell'eurodollaro trasmette e amplifica a livello internazionale le tensioni generate dallo squilibrio della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, ma esso introduce un elemento di disordine nelle relazioni monetarie e finanziarie internazionali per il fatto che esso realizza una moltiplicazione della base monetaria in una misura variabile, secondo i movimenti discontinui e che in ogni caso non sono controllati da alcuna autorità.

Si può dunque supporre che dal punto di vista del controllo della liquidità internazionale, l'effetto ultimo del ricorso al mercato dell'eurodollaro per finanziare i disavanzi petroliferi sarà costituito dall'ampliamento della fluttuazione della liquidità di questo mercato. Questo ampliamento non resterà neutrale per quello che concerne i movimenti internazionali dei capitali a corto termine a carattere speculativo.

Per terminare su questo problema, si può affermare, condensando quello che abbiamo detto sopra, che il ricorso al mercato dell'eurodollaro per finanziare i disavanzi petroliferi risulta contraddittorio in quanto, aumentando le dimensioni di questo mercato, aumenteranno di conseguenza anche le potenzialità destabilizzanti.

> "Le texte du communiqué publié à Bâle par les Gouverneurs des banques centrales (17 avril 1980) a au moins le double mérite de dénoncer, premièrement la menace qu'une expansion indéfinie des prêts internationaux fait peser d'ores et déjà sur le système bancaire, et deuxièmement la source d'inflation que constitue pour chaque pays la possibilité de recourir en grand à des crédits extérieurs. On est loin du temps où l'on se félicitait du développement des euromarchés pour surmonter la "crise pétrolière".

> Il faut dire que depuis plusieurs mois les banques privées, surtout aux Etats-Unis (et notamment la Morgan Guaranty Trust), multiplient les avertissements faisant savoir qu'elles ne peuvent plus, sans courir des risques insupportables, continuer comme par le passé, à accroître leurs opérations de financement indirect des balances des paiements des pays déficitaires." (1)

6.3.2. Il riciclaggio via il Fondo monetario internazionale

Una seconda domanda che dobbiamo porci è quella a sapere quali potrebbero essere le istituzioni in grado di prendere in mano la situazione se ad un certo momento, a causa per esempio dell'elemento "rischio paese", le banche private non volessero più incaricarsi del riciclaggio dei petrodollari.

A questo proposito, diverse voci si sono levate in favore di un ruolo più attivo in questo campo specifico del riciclaggio da parte del Fondo monetario internazionale.

Si tratta in particolare dell'ottica adottata dal Comitato interimario e dal Comitato di sviluppo del FMI i quali si sono riuniti il 24 aprile a Amburgo; ecco alcune conclusioni alle quali questi due istituti sono giunti nel corso di queste riunioni:

- se nel corso dell'anno 1980 le perspettive di giungere alla copertura dei bisogni di finanziamento delle bilance dei pagamenti non sembrano ancora disastrose, al contrario, a partire dall'anno prossimo, dei problemi gravi si poseranno certamente, visto soprattutto che

(1) Paul Fabra: "Vers la substitution d'un endettement à l'autre", Articolo, Le Monde, 18.4.1980.

diventa sempre più improbabile che il settore bancario privato, su scala internazionale, possa ancora assumere oneri supplementari e addizionali a quelli assunti nel passato;

- pertanto, il problema del cofinanziamento acquista ormai un importanza sempre più crescente. Il problema del cofinanziamento, sotto la direzione della Banca mondiale e in relazione con le agenzie ufficiali di aiuto, con gli organismi di credito all'esportazione e con il settore bancario privato, viene ad assumere sempre più importanza;

- questi due problemi del riciclaggio e del cofinanziamento, sembra non bisognerà più vederli esclusivamente in rapporto con le sole istituzioni dipendenti dalla Banca mondiale, ma, siccome il FMI stesso sarà chiamato a intervenire attivamente sotto differenti forme, bisognerà stabilire una cooperazione più stretta tra il Fondo da una parte e la Banca mondiale dall'altra. Se il FMI dunque sarà chiamato ad esercitare un ruolo importante nell'ambito del processo di aggiustamento, che è diventato ora indispensabile in seguito al rincaro del prezzo del petrolio. questo significa che le attività del Fondo e della Banca mondiale sono chiamate ad avvicinarsi.

Questa nuova "dottrina" del FMI doveva ricevere una consacrazione ufficiale nel corso dell'Assemblea generale del Fondo che si è svolta alla fine di settembre del 1980 a Washington. Oramai, il Fondo giocherà un ruolo più attivo nel finanziamento dei disavanzi dei paesi in via di sviluppo.

Un paese potrà infatti chiedere in prestito per la durata di tre anni una somma uguale al 600 % della sua quota, e questo indipendentemente dai ritiri effettuati nel quadro del meccanismo di finanziamento compensatorio e del meccanismo degli stock regolatori.

Le condizioni sembrano così raggiunte per far si che il Fondo possa giocare un ruolo attivo e primordiale nel riciclaggio delle eccedenze petrolifere verso i paesi membri confrontati con dei problemi di finanziamento importanti. Ma l'importanza delle somme che il FMI potrebbe così raccogliere e le nuove condizioni di concessione dei suoi prestiti stabiliscono un cambiamento profondo nella sua politica.

Tenuto conto delle prospettive dell'economia mondiale, la nuova strategia del FMI sembra rappresentare per i PVS più colpiti, l'ultima possibilità per uscire da una situazione ormai disperata. In effetti, tenuto conto della loro debole condizione economica e finanziaria, l'accesso ai mercati dei crediti internazionali è per loro praticamente impossibile.

Ma c'è un problema fondamentale che sorge a questo proposito:

I disavanzi (le eccedenze) dovuti alla crisi energetica sono dei disavanzi (eccedenze) di bilancia dei pagamenti correnti. Il finanziamento di questi disavanzi necessita dunque dei capitali investiti a lungo termine. Esiste qui dunque, una certa confusione per quello che riguarda il ruolo del FMI.

"Et dès le 4 juillet 1980, dans un discours prononcé à Genève, devant le Conseil économique et social des Nations Unies, M. de la Rosière déclarait que lorsque les circonstances l'exigeront, le Fonds pourra consentir des prêts d'un montant plus élevé que dans le passé et dépasser les plafonds fixés antérieurement en fonction des quote parts. En outre, dans le cas de difficultés d'ordre structurel, les programmes d'ajustement pourront couvrir des périodes plus longues qu'autrefois". (1)

Ma l'obiettivo del FMI in questo specifico campo (articolo I/5) è quello di mettere temporaneamente a disposizione dei paesi membri, con le garanzie necessarie (adeguate safeguards), le risorse del Fondo, dando così loro la possibilità di eliminare le cause di squilibrio nelle loro bilance dei pagamenti senza dover così ricorrere a delle misure che potrebbero rivelarsi nocive alla prosperità nazionale e internazionale.

Le risorse finanziarie del FMI sono dunque accordate ai paesi membri alfine di finanziare gli squilibri delle loro bilance dei pagamenti per dei periodi relativamente corti, mentre che gli squilibri fondamentali dovrebbero generare, secondo le regole del Fondo delle variazioni della parità monetaria (articolo IV/5). I paesi membri che hanno utilizzato secondo questa procedura le risorse del Fondo, si impegneranno nello stesso tempo a prendere delle misure adeguate per correggere lo squilibrio dei pagamento e a rimborsare il credito ricevuto a partire dal momento in cui la situazione lo permetterà, questo in ogni caso tra i 3 e i 5 anni.

(1) Michel Druin: "Changements de cap dans la politique du FMI", Articolo, Eurépargne, Gennaio 1981.

Questo fatto dimostra dunque che il ruolo del Fondo è per il momento, se gli statuti hanno ancora un senso, quello di aiutare i paesi che hanno dei gravi problemi di bilancia dei pagamenti a corto termine, tramite la messa a disposizione di liquidità internazionale, vale a dire in definitiva tramite l'organizzazione di un "tiroir-caisse".

> "La mutation, fondamentalement contre nature, d'un instrument de crédit à court terme en une agence de financement "monétaire" du développement, devrait rencontrer l'opposition de ses fondateurs. Ces derniers, il est vrai, manifestent une certaine gêne face à une évolution si peu conforme aux principes de base qu'ils ont maintes fois rappelés. Mais elle leur rend trop de services, en les dispensant notamment de gestes plus substantiels en faveur du tiers monde, pour qu'ils s'y opposent vraiment. Leur résistance se borne donc à des questions de technique et de procédure relatives au mode de financement des ressources du Fonds, à leur usage plus ou moins laxiste et ne porte jamais sur une remise en cause des nouvelles vocations du Fonds qui empiètent pourtant sur celles originelles, de son institution soeur, la Banque mondiale. Cette dénaturation des institutions monétaires internationales ne va pas sans de gros dangers. Le plus évident est l'aggravation des tendances inflationnistes dans le monde, prélude à de nouveaux orages monétaires". (1)

(1) M. Stepczynski: "Les étonnantes métamorphoses du FMI", Articolo, Journal de Genève, 3.12.1980.

.3.3. Il FMI e la Banca mondiale in corsa per il riciclaggio dei petrodollari

Il Fondo monetario internazionale entra dunque in concorrenza, quale mutuatario, con la Banca mondiale. La domanda a sapere quale sia l'istituzione che presenta più garanzie per l'investitore si fa dunque strada. Per quello che riguarda la qualità di mutuatario del FMI, è di fondamentale e positiva importanza la presenza del nucleo centrale di oro del valore di circa 60 mia di dollari. E' questa situazione che spinge la maggior parte delle banche operanti sul mercato internazionale ad appoggiare questi nuovi indirizzi del Fondo monetario internazionale. Questa preferenza degli investitori internazionali è data dal fatto che sempre più vengono a mancare i buoni e sicuri indirizzi per gli investimenti internazionali. Il FMI sarebbe dunque un garante benvenuto.

La Banca mondiale, in ragione dei suoi metodi di finanziamento, possiede più "chances" di riuscire nel tentativo di riciclare i fondi a lungo termine.

La Banca mondiale è stata istituita 35 anni fa. Dopo degli inizi modesti, subito dopo la fine della seconda guerra mondiale, essa si è sviluppata fino a diventare un'organizzazione di primo piano, di dimensioni quasi planetarie. Essa comprende ora 135 paesi membri. Essa può essere definita organizzazione internazionale sia per i suoi membri, sia per le sue fonti di finanziamento. La Banca mondiale è un'istituzione cooperativa. Essa fornisce consigli ai paesi in sviluppo e coopera strettamente con essi per la preparazione e il finanziamento di progetti di sviluppo. I prestiti della Banca mondiale sono accordati unicamente per dei progetti "solidi", dopo un esame attento.

I progetti da essa finanziati sono visionati da vicino durante la loro esecuzione. Ogni prestito deve essere approvato dal Consiglio di amministrazione che rappresenta l'organo essenziale di decisione. La Banca mondiale il cui suo vero nome è quello di Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, presta essenzialmente a dei paesi in sviluppo con reddito medio, a un tasso d'interesse molto favorevole, con un lasso di tempo per il rimborso di 17 anni, con una possibilità di proroga che va dai 3 ai 5 anni in media.
Si tratta di termini dunque totalmente differenti, nella sua concezione, da quelli del FMI.

L'Associazione internazionale di sviluppo (IDA) filiale della Banca mondiale, presta ai paesi più poveri, senza interesse, con un semplice canone (redevance) dello 0,75 % per le spese amministrative e un periodo di rimborso di 50 anni di cui 10 anni di grazia.

La Società finanziaria internazionale (SFI) che fa parte anch'essa del gruppo della Banca mondiale presta a delle imprese private con lo scopo di sostenere lo sviluppo dell'intero settore privato.

La Banca mondiale possiede una lunga esperienza nel cofinanziamento di progetti in tutte le regioni del Terzo Mondo. Il grosso di queste operazioni è effettuato con degli enti pubblici, in particolare delle agenzie di credito all'esportazione e dei fornitori di aiuto bilaterale e multilaterale.

Durante i 5 ultimi anni tuttavia, la fonte di cofinanziamento la cui crescità è stata più rapida è stata rappresentata dalle banche commerciali: la sua importanza si è decuplicata tra il 1975 e il 1979.

Il cofinanziamento tramite le banche commerciali presenta dei vantaggi rilevanti per i paesi in via di sviluppo: i paesi a reddito medio hanno in questo modo un'occasione di stabilire i loro crediti presse delle banche commerciali. Tramite il cofinanziamento il mutuatario stabilisce un rapporto con un gruppo più diversificato di istituzioni di prestito originarie di differenti mercati dei capitali e interessate a investire nei paesi in via di sviluppo.

Il cofinanziamento con la Banca mondiale presenta anche dei vantaggi per le banche commerciali: i loro fondi in effetti saranno investiti in progetti produttivi ben preparati e beneficeranno della supervisione regolare del progetto esercitata dagli esperti della Banca mondiale.

E' dunque in questa ottica del cofinanziamento che la Banca mondiale assume una importanza ben precisa. In effetti, se nel corso del 1980 le prospettive di pervenire alla copertura dei bisogni di finanziamento delle bilance dei pagamenti sono state esaudite, per contro a partire da quest'anno e per gli anni prossimi dei problemi delicati si poseranno certamente, visto soprattutto che diviene sempre meno probabile che il settore bancario privato, a livello internazionale, possa ancora assumere oneri supplementari a quelli che ha assunto nel passato.
E' in effetti possibile immaginare che la Banca mondiale, "par tranches", con la garanzia di tutti i paesi possa prendere a prestito questi fondi e piazzarli alle condizioni abituali. E' evidente che nuove formule di riciclaggio e di cofinanziamento dovranno essere messe in atto e esperimentate. Queste nuove formule dovranno necessariamente avere come obiettivo di associare in operazioni comuni i paesi dell'OPEP che hanno dei fondi eccedentari, i paesi in via di sviluppo con dei deficit importanti e i paesi industriali.

Come abbiamo visto dunque, se da una parte risulta evidente che per le sue stesse strutture, la Banca mondiale è più qualificata del FMI per giocare il gioco del riciclaggio, d'altra parte si può constatare che questi ultimi tempi molte voci si sono levate per far si che il FMI intervenga in maniera più incisiva nel problema del riciclaggio. Questo fatto è considerato da diversi commentatori delle "cose internazionali" decisamente negativo.

> "... Damit ist die Zukunft des IWF angesprochen. Starke Kräfte drängen ihn in Richtung der Wandlung zu einer Entwicklungsbank. Der IWF ist aber geschaffen worden, das Weltwährungssystem mit Hilfe befristeter und konditionierter Zahlungsbilanzkredite zu stabilisieren. Zwar mag es heute schwieriger geworden sein, Zahlungsbilanz- von Entwicklungshilfen zu unterscheiden, aber im Grundsatz muss dieser Unterschied respektiert werden, weil sonst das Währungssystem seinen Stabilisator verlöre. Die Verschuldung vieler IWF- "Kreditkunden" hat eine Höhe erreicht, die den Währingsfonds fürchten lassen muss, dass immer mehr Umschuldungen anderer Kredite verlangt werden, um wenigstens beim Fonds noch durch Zins und Rückzahlung der Hilfen kreditwürdig zu bleiben. ... Ein erfolgreicher Versuch der Entwicklungsländer, auf die sich die Aktivität des IWF künftig konzentrieren wird, diese Institution unter ihren Einfluss zu bekommen, würde eine Kreditgewährung einleiten, die ausschliesslich bedarfsorientiert wäre und damit die Stabilität des Währungssystems erschüttern würde". (1)

(1) Walter Trautmann: "Währungsfonds in Liquiditätsnot: Stabilität des Währungssystem in Gefahr", Articolo, Basler Zeitung, 14.3.1981.

.3.4. Il FMI e il Conto di sostituzione

Il Conto di sostituzione è venuto d'attualità al momento della scalata del DM sotto la pressione alla "baisse" del dollaro americano abbandonato dagli investitori.

Grande era in quel momento la paura di una diversificazione incontrollata degli attivi di portafoglio dei grandi investitori istituzionali. Il progetto di un Conto di sostituzione appariva dunque come una soluzione che avrebbe permesso di stabilizzare il ruolo internazionale del DM e di pervenire a un sistema monetario internazionale meno instabile.

Sia le banche centrali che le imprese multinazionali e le grandi banche private volevano ridurre i rischi di cambio che loro procurava la detenzione di alcune monete e cercavano sempre più di procedere a una diversificazione nella struttura delle loro riserve.

Questo fenomeno generava una instabilità cronica dei mercati dei cambi che si muovevano non più in funzione dei risultati economici ottenuti dai differenti paesi, ma in funzione di strategie finanziarie delle grandi organizzazioni. La stessa tendenza era osservabile sullo euromercato dove si poteva notare una diminuzione della utilizzazione del dollaro come supporto delle operazioni finanziarie intraprese dalle banche. Questa tendenza generale alla diversificazione degli averi monetari e finanziari era interpretata come la manifestazione del passaggio dal tallone-dollaro a un sistema multidivise. Ma i centri di riserve potenziali erano particolarmente reticenti a mettere in funzione un sistema di riserve multimonetario in quanto non volevano perdere il controllo sulla loro politica monetaria.

Il Conto di sostituzione intendeva rispondere alla esigenza di un avere di riserva stabile, questo a maggior ragione in quanto la seconda crisi petrolifera con le sue eccedenze di bilancia corrente dei paesi dell'OPEP, ha rinforzato la tendenza alla diversificazione e per lo stesso fatto alla perturbazione del mercato dei cambi. Il Conto di sostituzione era dunque, secondo diversi esperti, una soluzione valida per rispondere a una situazione che rischiava di portare al crollo del Sistema monetario internazionale. L'obiettivo essenziale del Conto di sostituzione era quello dunque di stabilizzare la composizione delle riserve, vale a dire di frenare le conversioni perturbatrici di dollari in nuove monete di riserva.

Per quello che ci concerne, la problematica concernente il Conto di sostituzione suppone in ultima analisi un aumento massiccio del debito americano interno, che a sua volta suppone il mantenimento di un tasso d'inflazione enorme negli Stati Uniti (il FMI dovrà acquistare dei dollari contro dei DTS che dovrà a sua volta ripiazzare negli Stati Uniti, presumibilmente in Buoni del Tesoro: questo suppone che l'indebitamento degli Stati Uniti andrà s'aggravandosi).

Problemi inerenti la messa in applicazione del Conto di sostituzione:

- La ripartizione dei rischi di cambio sopportata dal Conto, il cui attivo sarà stilato in dollari e il passivo in DTS sarà unitamente a carico degli Stati Uniti, in quanto questo deve venire a rimediare alla debolezza della loro moneta, o dell'insieme dei paesi partecipanti, come lo domandano gli Stati Uniti ?

- Il tasso d'interesse che pagheranno questi certificati; se per rendere la conversione attraente ai detentori di bilance-dollari è necessario un tasso che sia sufficientemente remuneratore (tenuto conto della garanzia di cambio), un tasso eccessivamente remuneratore arrischierebbe di portare pregiudizio ai DSP normali la cui rimunerazione attuale è debole.

- L'impiego e la remunerazione dei dollari acquistati per il Conto; siccome il loro piazzamento dovrà essere negoziato con gli Stati Uniti, bisognerà determinarne i supporti (Buoni del Tesoro per esempio), il tasso di rimunerazione, e il modo di pagamento (DSP o dollari). Inoltre in caso di divergenza notevole tra i tassi d'interesse debitori e creditori del conto, la ripartizione di eventuali perdite o profitti dovrà essere messa a punto.

La dotazione ai DSP di vantaggi sufficientemente importanti renderebbe ancora più complessi i negoziati relativi alla ripartizione degli obblighi da sopportare nel quadro di una garanzia dei rischi provenienti dalla fluttuazione dei tassi di cambio e dei tassi d'interesse.

I dollari assorbiti dal FMI che hanno dato luogo a crediti in DTS, saranno con tutta probabilità investiti, come ho già avuto modo di segnalare sopra, in Buoni del Tesoro degli Stati Uniti. Una "baisse" del dollaro in rapporto ai DSP farebbe dunque apparire delle perdite di cambio che potrebbero rapidamente portare a delle somme importanti.

Per i paesi europei, il problema del Conto di sostituzione presenta degli aspetti che bisogna esaminare molto attentamente.

Per esaminare il problema dal punto di vista europeo, si constata che se si vogliono consolidare in DSP le eccedenze di bilancia corrente scaturite dagli aumenti dei prezzi del petrolio, bisognerà assicurare ai paesi petroliferi un reddito importante che si situa oggi attorno al 18 %.

Il FMI riceverà dunque dei dollari e rilascerà dei DSP ai paesi arabi. Rimpiazzerà in seguito, questi dollari necessariamente in Buoni del Tesoro negli Stati Uniti. Quello che si potrà ottenere come tasso d'interesse sarà in questo caso, al momento attuale, il 12-13 %. C'è dunque un "gap" del 5 % che dovrà essere finanziato. Gli europei dovranno partecipare attivamente alla copertura di questo disavanzo.

6.4. Il Sistema monetario europeo e il problema del riciclaggio

6.4.1. Il Sistema monetario europeo e la necessità di agire

A livello del Sistema monetario internazionale, si può affermare, prendendo in prestito da Jean Haberer (1), che le ideologie normative si sono impossessate del Fondo monetario internazionale. Quella relativa alle parità fisse dopo la guerra, quella delle parità fluttuanti in questo decennio. Oggi diversi commentatori sono dello avviso che sul piano internazionale si è arrivati a quello che si può ben definire un "non-sistema".

(1) Jean-Yves Haberer: "Système monétaire européen et Système monétaire international", Articolo, Banque, Settembre 1980.

Al contrario, per quello che riguarda la Comunità Europea, si rileva la presenza di un'azione pragmatica dai movimenti molto rallentati, che da due anni a questa parte ispira la nascita lenta ma persistente dell'identità monetaria europea. Haberer è dell'avviso che il Sistema monetario europeo sia un "poil à gratter" per il Sistema monetario internazionale. Lo SME è la dimostrazione pratica che vicino a un "non-sistema si possa costruire un sistema praticabile.

> "Le Système monétaire européen, en créant une zone régionale à météorologie monétaire spécifique et surveillée, est certes, pour commencer, un instrument de fragmentation du système monétaire international. Mais cet instrument de fragmentation peut devenir un instrument de stabilisation et un peu plus tard - c'est un espoir qu'il porte en lui - un élément d'équilibre et peut-être un jour, de reconstruction du système monétaire international". (1)

Considerando il fatto che la crisi energetica (secondo rialzo dei prezzi del 1979) determina la situazione attuale delle relazioni internazionali, si può affermare che lo SME deve e può agire proponendo una soluzione, necessariamente internazionale, a questa crisi che è internazionale.

La soluzione internazionale che lo SME è in grado di proporre, concorda con le esigenze europee di arrivare a un controllo del dollaro. Questó controllo che si è verificato al momento del lancio dello SME e che è stato definito da taluni con concorso di circostanze favorevoli, è terminato quando, a causa dei tassi d'interesse americani, il dollaro ha preso una direzione di marcia opposta (al rialzo questa volta) mettendo in pericolo lo SME stesso.

(1) Jean-Yves Haberer: Op. cit.

Per poter giungere a un controllo del dollaro, la CEE deve mostrarsi capace di risolvere i problemi relativi al disavanzo sistematico delle bilance correnti. E per questa via indiretta che deve passare ogni proposta valida per una soluzione a medio e lungo termine.

Ecco dunque che lo SME, proponendo un sistema per risolvere il problema del riciclaggio dei petrodollari, sistema alternativo al riciclaggio pericoloso via il mercato degli eurodollari (pericoloso perchè può provocare forti oscillazioni del dollaro), contribuisce ad evitare una situazione che potrebbe portare al fallimento dello SME stesso; si avrebbe in questo caso il fallimento dell'ordine interno alla Comunità causato dalla situazione venutasi a creare non all'interno della Comunità stessa, ma piuttosto a livello dell'ordine internazionale.

Lo SME dunque per via della sua situazione nel contesto internazionale, non può limitarsi ad assumere una posizione di difesa. Esso è obbligato, se non vuole subire gli elementi esterni (in particolare "baisse" e rialzo del dollaro) a agire ed a proporsi quale elemento di soluzione. Questo fatto presuppone una prerogativa molto importante: vale a dire la necessità di una <u>forte coesione interna</u> tra i membri partecipanti alla Comunità dello SME.

6.4.2. Coesione interna e difesa esterna: due elementi essenziali per la sopravvivenza e il successo dello SME

Lo SME deve essere un elemento di coesione interna. I suoi strumenti, le sue tecniche definiscono bene la volontà di allontanarsi da una situazione di cambi flessibili, situazione pericolosa, tra l'altro per le sue conseguenze disgregatrici.

La domanda che ci si deve porre dopo questo primo periodo di esperienza di fluttuazione congiunta, è quella a sapere se il grado di coesione interna che lo SME ha raggiunto è sufficiente affinchè il sistema possa continuare la sua strada senza pericoli di sfaldamento.

Per quello che concerne per esempio la coesione interna in rapporto alle monete terze, e più precisamente in rapporto alle relazioni col dollaro americano, molti problemi sono rimasti aperti.

> "Une autre condition du succès du SME est la mise en commun à l'échelle européenne d'une politique commune vis-à-vis du dollar, dans la gestion journalière des marchés des changes d'abord (à travers la concertation entre Banques centrales européennes) et, aussi dans une perspective de plus longue portée.
> Les mouvements des cours de change du dollar exercent des effets différenciés sur les monnaies participant au SME, et les pays membres de la Communauté ont des attitudes diverses à l'égard de ces mouvements, compte tenu de l'orientation de leur commerce extérieur, de leur attitude à l'égard du taux acceptable d'inflation, etc. Il se pose donc un problème difficile à résoudre, celui de la définition d'une attitude commune à l'égard du dollar et du choix entre plusieurs politiques possibles en cas notamment de tendance à la baisse de la devise américaine: interventions; appréciation de l'ensemble des monnaies du SME; modification de la grille des parités à l'intérieur du SME; etc.
> L'Europe devra forger une méthode lui permettant d'apporter des réponses en temps voulu à des questions de ce genre qui ne manqueront pas de se poser, parfois de façon subite."(1)

(1) "Le Système monétaire européen", Economie Européenne, Luglio 1979.

Jacques van Ypersele (1) nelle sue "tâches à venir" per il Sistema monetario europeo considera il problema e afferma che il funzionamento efficace dello SME necessita di una migliore coordinazione delle politiche monetarie e de gli interventi delle Banche centrali in dollari sul mercato dei cambi. Questo significa tra l'altro, per l'autore in questione, che le politiche dei tassi d'interesse devono essere meglio coordinate in seno alla CEE e tra la CEE e gli Stati Uniti.

Ypersele propone poi una riduzione delle fluttuazioni tra la zona europea determinata dal nuovo sistema e le altre due zone importanti a livello di fluttuazione dei tassi di cambi, vale a dire la zona-dollaro e la zona-yen.

> "... le second élément consiste à tâcher de réduire au maximum les fluctuations de change entre ces trois zones tout en assurant un niveau élevé d'activité économique, en réalisant une meilleure coordination des politiques conjoncturelles de ces trois zones, en particulier les politiques budgétaires et monétaires." (2)

Ma al momento attuale, davanti alla situazione determinata dalla seconda rivalutazione dei prezzi dei prodotti petroliferi, queste proposte non sembrano sufficientemente esaurienti.

(1) J. van Ypersele: "Le SME après 7 ans", articolo, Eurépargne, novembre 1979.

(2) J. van Ypersele: "Le cadre international du Système monétaire européen", articolo, Eurépargne

La situazione di disavanzo delle bilance correnti di tutti o quasi i paesi della Comunità necessita di una presa di posizione comune. Come abbiamo visto precedentemente, il controllo vero del dollaro passa necessariamente da questa strada.

Si può affermare a questo proposito che lo SME dimostrerà di essere lo strumento futuro dell'integrazione europea se sarà capace di forzare i paesi membri della Europa comunitaria ad adottare una politica esteriore comune in materia di bilancia corrente.

Al momento della prima crisi energetica, si era potuta constatare l'incapacità dei paesi europei di dare una risposta unitaria ai problemi dell'aggiustamento o del finanziamento dei disavanzi esterni provocati da questa crisi. Questa risposta comune non si è dunque verificata. La tendenza seguita dai paesi europei in questa occasione, è stata quella, almeno in un primo tempo di ricercare delle soluzioni nazionali per rimediare ai disavanzi di bilancia corrente.

Da una parte i paesi europei hanno incominciato ad applicare una politica deflazionistica allo scopo di scaricare sul resto del mondo il proprio disavanzo petrolifero, aumentando le esportazioni e diminuendo le importazioni.

Dall'altra parte ogni paese individualmente si è messo in concorrenza con gli altri paesi alfine di raccogliere il finanziamento necessario a coprire il suo proprio disavanzo, sia ricorrendo al mercato dell'eurodollaro o al mercato finanziario degli Stati Uniti, sia negoziando degli accordi bilaterali con i paesi dell'OPEP.

Parlare di una politica del dollaro al momento attuale significa per lo SME avere, rispetto al dollaro una politica determinista e agressiva. Questo vuol dire che per non dover subire il dollaro, lo SME, tramite il suo strumento, vale a dire l'ECU, dovrà diventare un partner degli Stati Uniti nel controllo del Sistema monetario internazionale.

6.4.3. Lo SME, nuovo strumento del riciclaggio

Lo SME potrebbe per esempio proporsi come una delle zone (unitamente per esempio a una zona-USA, a una zona-yen e a una zona-PVS) che potrebbe prendere su di sé una parte dei dollari da riciclare.

> "Notre deuxième remarque portera sur la nécessité de procéder à des reconstructions partielles du système international sur des bases régionales, de manière à préparer le terrain pour une négociation d'ensemble qui interviendrait le moment venu, c'est-à-dire lorsque l'économie mondiale serait sortie du tourbillon où elle a été entraînée. A l'image de ce qui a été fait par les pays européens avec le SME, il faut souhaiter qu'interviennent des regroupements régionaux, l'un des pays du Sud-Est asiatique autour du Japon, un autre des pays de l'OPEP ou de certains pays d'entre eux, un autre encore réunissant autour des Etats-Unis les pays qui sont le plus liés économiquement. Avec le groupe des PVD non pétroliers et celui des pays à régime socialiste, nous aurions les principaux protagonistes du futur Bretton-Woods." (1)

I paesi produttori di petrolio importano 40 % dei loro acquisti a partire dai paesi membri della Comunità economica europea.

(1) François Gabriel: "Problèmes monétaires internationaux: réalisations européennes et perspectives mondiales", articolo, Revue d'Economie politique, Dicembre 1980

La Comunità ha dunque il peso necessario per ottenere la fiducia necessaria all'accettazione di titoli che essa potrebbe emettere su se stessa alfine di finanziare il proprio disavanzo petrolifero. In effetti, come abbiamo visto, questo disavanzo non può essere eliminato completamente in un breve spazio di tempo in quanto i produttori di petrolio non hanno ancora la capacità necessaria per importare sufficientemente. La Comunità dunque potrebbe contribuire a rendere il finanziamento del disavanzo petrolifero in un certo senso multilaterale.

Ecco dunque spiegato l'interesse di poter mettere vicino al dollaro, per esempio l'ECU, vale a dire una "zone monetaria complementare" per far si che non ci sia più soltanto la moneta americana confrontata con il pericolo di capovolgimenti di situazione a livello internazionale.

Questa soluzione che in definitiva propone una settorializzazione del problema del riciclaggio, potrebbe condurre a un vero controllo indiretto del dollaro, dunque, in definitiva a una vera barriera protettiva per l'Europa contro le fluttuazioni della moneta americana.

E' questa una proposta che non si limita dunque alla difesa passiva di determinati tassi di cambio ma che al contrario prende in mano il problema che sta alla base delle fluttuazioni della moneta americana, vale a dire le enormi disponibilità in doilari in mano a una minoranza di paesi. Disponibilità in dollari pronte a muoversi sui mercati di cambio a causa sia di indicazioni di ordine economico, sia a causa di pure illazioni di ordine speculativo. Da non dimenticare il fatto, già citato del carattere liquido di un'enorme massa di dollari investiti, per esempio sul mercato dell'eurodollaro.

Globalmente, per quello che riguarda il riciclaggio delle eccedenze petrolefere, lo SME, agendo da catalizzatore delle preoccupazioni europee, si occuperà del riciclaggio nelle economie interne europee dei petrodollari che concernono il loro personale disavanzo di bilancia dei pagamenti. La zona europea si occuperà così del proprio disavanzo.

A questo momento, bisogna che gli Stati Uniti e il Giappone (vale a dire le altre due zone industrializzate) facciano lo stesso esercizio per la parte del disavanzo che concerne le loro zone.

Solamente dopo, e insieme, queste tre zone "privilegiate" potranno occuparsi della soluzione assai delicata dei disavanzi dei paesi in via di sviluppo.

A questo momento momento, gli Stati Uniti e l'Europa, rappresentata dallo SME, diventeranno due partners uguali vis-à-vis del resto del mondo. Questa situazione obbligherà i due partners ad avere finalmente una politica rispettiva di equilibrio.

Si po-sono trovare dunque un certo numero di soluzioni a partire dal momento in cui si accetta di fare una dissequazione del problema. Al posto dunque di ricercare con ferocia una soluzione centralizzata a livello mondiale, lo SME si propone come fulcro per una soluzione regionale. Non più una zona unica internazionale e incoerente, ma diverse zone regionali coerenti che si divideranno l'onere del riciclaggio.

Sintetizzando quanto detto sopra possiamo affermare che si tratta dunque in definitiva di realizzare un insieme di blocchi monetari (USA, Giappone, Europa).

Si avrebbero allora tre grandi aree monetarie (dollaro,yen, ECU) che provvederebbero a regolare i rispettivi rapporti di credito e di debito attraverso l'emissione di monete che diventerebbero anche strumento di riserva.
Questa struttura che presuppone,come abbiamo detto,che l'unità di conto europea assuma un ruolo significativo nel riciclaggio dei petrodollari,permetterà indirettamente all'Europa di rendersi sovrana nei confronti della politica monetaria statunitense.

Lo SME e il riciclaggio della parte europea

La Comunità europea si esprime molto timidamente su questo argomento. Tra gli obbiettivi fissati dal Consiglio europeo in questo contesto figura infatti soltanto la proposta della Commissione per far si che la Comunità sorvegli attentamente la situazione sul piano del riciclaggio affinchè gli accordi conclusi, relativi alle eccedenze dell'OPEP,si facciano in maniera adeguata. Secondo la Commissione la Comunità dovrebbe non solamente incoraggiare gli sforzi delle organizzazioni internazionali che comprendono tutti i gruppi di paesi, ma anche adattare alle nuove circostanze i propri meccanismi di prestito a titolo della bilancia dei pagamenti.

> "Lo SME dovrebbe fornire un quadro per tutti gli aggiustamenti possibili tra paesi membri e per le necessarie agevolazioni quando un certo finanziamento sia inevitabile. E questo lo scopo per il quale lo SME è stato creato. In questo quadro potrebbero collocarsi operazioni di riciclaggio tra paesi in surplus e paesi membri nel caso in cui questi si trovassero complessivamente con un disavanzo di bilancia dei pagamenti" (1)

(1) Pierre Languetin in "SME e rapporti esterni" Articolo Moneta e credito del settembre 1981.

Il disavanzo europeo (disavanzo corrente che per necessità lo considereremo come il disavanzo dovuto alla importazione di greggio), si situa per il 1981 attorno ai 25 mia. di dollari.

Lo SME entra in gioco quale elemento attivo per la negoziazione, con i paesi produttori e eccedentari, alfine di procurare per l'Europa Comunitaria, in maniera globale i fondi per finanziare il disavanzo corrente. Lo SME, sarà dunque, in ragione del suo ruolo, l'elemento motore alfine di trovare un equilibrio della bilancia dei pagamenti (e non più solamente della bilancia corrente).

Il pericolo latente di forme di protezionismo, fuori e dentro l'Europa, protezionismo che verrebbe accentuato da eventuali tentativi isolati di ricercare un equilibrio dei pagamenti correnti, verrebbe così scongiurato tramite l'accettazione dell'incompressibilità del disavanzo corrente dovuto alle importazioni petrolifere.

Lo SME eviterebbe dunque la necessità di ricorrere a un aggiustamento totale del disavanzo corrente via le posizioni non petrolifere della bilancia corrente, vale a dire permetterebbe di scongiurare il ricorso a politiche protezionistiche e deflazionistiche.

L'equilibrio della bilancia dei pagamenti, di cui lo SME dovrebbe farsi promotore, sarà perseguito grazie all'apporto di flussi di capitali a lungo termine coordinati in seno alla Comunità.

Il ruolo dello SME sarà quello di impedire che ogni paese adotti una politica che vada contro gli interessi dei suoi vicini, per esempio cercando di salvarsi in maniera individuale cercando di stabilire dei rapporti preferenziali con i paesi arabi.

E' molto importante che i paesi industriali, e i paesi europei a maggior ragione, non ripetano l'esperienza degli anni 1974-1975 quando, insieme avevano adottato una politica recessiva che non fece che aggravare gli effetti dell'aumento dei prezzi petroliferi. E' importante anche che questi paesi si accordino per un controllo delle importazioni di petrolio e soprattutto evitino di lottare tra di loro per gli approvvigionamenti di greggio sul mercato libero.

Lo SME si occuperà ad ogni modo, soltanto del debito petrolifero. In effetti, l'obiettivo a lungo termine in Europa, come pure nelle altre zone, rimarrà sempre l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, e quello della bilancia corrente in ogni caso. Questo è necessario se si vuole mantenere una stabilità dei prezzi.

Lo SME si occuperà semplicemente della somma che risulta del calcolo relativo al disavanzo petrolifero accettato di comune accordo (disavanzo giudicato incompressibile per via delle sue caratteristiche strutturali). Per il resto, è ben inteso che ogni paese dovrà condurre una politica coerente alfine di giungere a un certo equilibrio.

> "Da qualche tempo vado sostenendo l'opportunità di concentrare l'attenzione sulla causa prima dell'attuale disordine, gli squilibri dei pagamenti. Ritengo infatti che notevoli progressi potrebbero essere compiuti qualora le politiche economiche presupponessero l'accettazione di una quota concordata di disavanzo di parte corrente delle bilance dei pagamenti, una volta definitane la distribuzione fra le economie importatrici di petrolio. La rincorsa al rialzo dei tassi d'interesse condotta alfine di operare restrizioni che riversino sulle economie concorrenti un tasso maggiore d'inflazione ed un disavanzo maggiore di bilancia dei pagamenti, può essere interrotta solo se vengono concordati i traguardi verso cui queste manovre sono rivolte." (1)

(1) Guido Carli: "Il rincaro del denaro non stabilizza le monete e rovina le economie", Articolo, La Repubblica, 6.6.1981.

Dopo aver stabilito, tramite l'arma delle negoziazioni, quale è globalmente l'importo petrolifero oggettivamente calcolabile per l'Europa intera, lo SME si incaricherà di negoziare collettivamente il finanziamento di questo disavanzo con i paesi arabi. A questo punto si potrebbe concepire l'introduzione di un conto di sostituzione europeo in ECU. Dando la garanzia dei nove paesi europei invece che di dare dei DSP, è lecito supporre di rilasciare in definitiva delle garanzie più valide. Gli ECU che verrebbero dati agli arabi avrebbero in questo caso un tasso d'interesse determinato dalla situazione del mercato.

Questi importi saranno in seguito negoziati di nuovo con ognuno degli Stati interessati. Questa situazione sarà vantaggiosa per gli Stati che hanno più bisogno di un aiuto monetario per sostenere le loro monete. L'aiuto in questo caso sarebbe un'apprezzamento individuale del disavanzo petrolifero.

Questo modo di agire, coordinato dallo SME, dovrebbe aiutare (e in un certo fare una certa pressione) i paesi con disavanzi, i quali sanno ora di poter contare su di una compensazione del debito petrolifero, dall'astenersi a voler compensare a tutti i costi e in forma affrettata e controproducente il totale del disavanzo.

Sarebbe questa una costrizione benefica alla collaborazione tra i Nove per quello che concerne la politica monetaria.

Lo SME sarebbe dunque in definitiva sia uno strumento per la politica centrale del riciclaggio della parte concernente l'Europa, sia uno strumento atto a suscitare una certa coesione all'interno dei paesi europei in vista di evitare l'insorgere di politiche deflazionistiche.

L'apparato bancario europeo non è escluso a priori da questa operazione "ECU". E' in effetti possibile a questo punto che i 40 miliardi di dollari, attraverso l'ECU, possano prendere la strada dei meccanismi bancari tradizionali all'interno dell'Europa.
A questo proposito si può affermare che l'ECU potrà essere, per un certo momento ancora, una unità di conto. E' possibile infatti immaginare che gli ECU saranno ridistribuiti alle Banche centrali che a loro volta si incaricheranno di farli circolare all'interno del settore privato della loro propria nazione.

CONCLUSIONI

a. Il Sistema monetario europeo dopo tre anni di attività

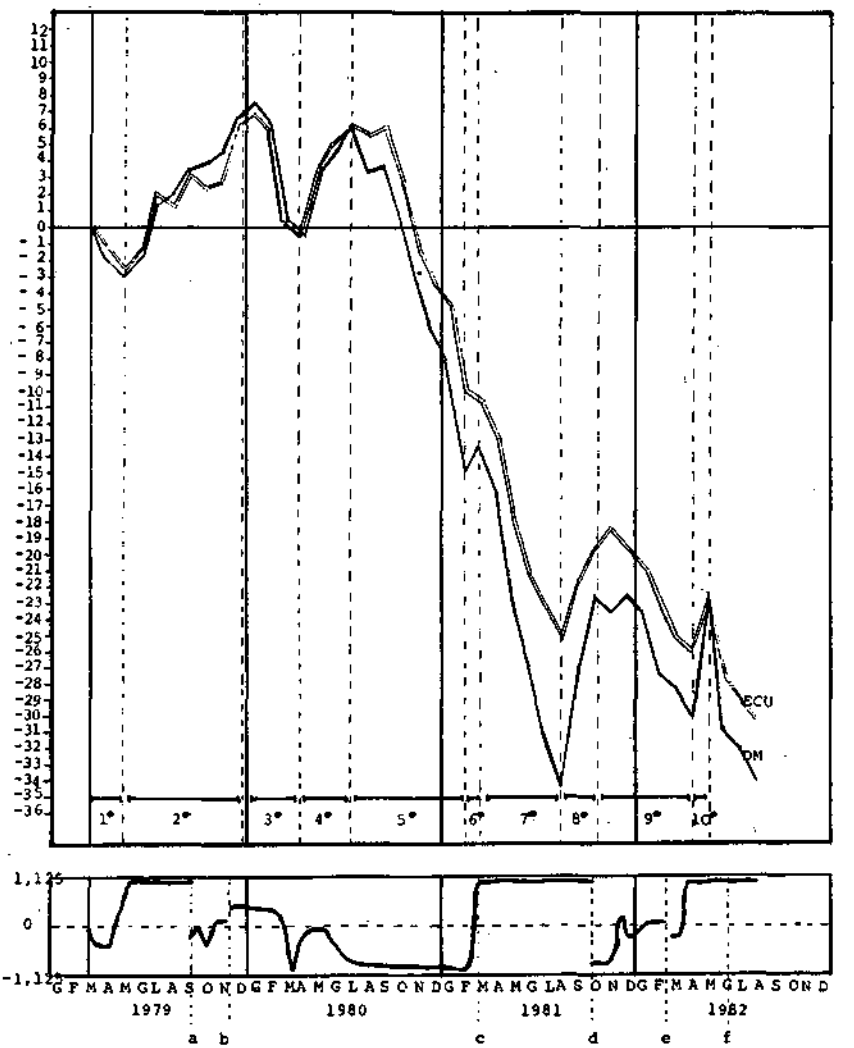
L'evoluzione dello SME può essere suddivisa in periodi distinti,legati al rafforzamento o al cedimento del dollaro statunitense. Il grafico della pagina seguente mette in rilievo l'evoluzione dell'ECU e del marco tedesco in rapporto alla moneta americana. Messa in rilievo è pure l'evoluzione del marco tedesco all'interno del nuovo meccanismo di cambio.

Se abbiamo preso in considerazione il marco tedesco e non un'altra moneta, è per il fatto che l'esperienza operativa dello SME ha notato casi in cui la più importante valuta europea, appunto il marco, è risultata alternativamente la più forte o la più debole della CEE, in presenza di una ben definita tendenza del dollaro americano. Al verificarsi di una di queste situazioni il movimento della moneta americana rispetto alle monete comunitarie ha dunque come immediata contropartita il marco; conseguentemente il tasso di cambio DM/dollaro diventa vincolante per le altre valute dello SME che si trovano in opposizione al marco.

Questo stato di cose è venuto alla ribalta durante il periodo che va dall'entrata in vigore dello SME ad oggi. Data la repentina influenza dei movimenti del tasso di cambio del dollaro sulla moneta tedesca (in generale un rialzo/ribasso del dollaro provoca un ribasso/rialzo della moneta tedesca)quasi sempre, il repentino cambiamento di tendenza (in particolare il ribasso del dollaro) ha provocato grossi guai allo SME..
Se questa è la realtà, si può senz'altro affermare che la fase di rialzo del dollaro iniziata verso il mese di agosto del 1980 e che è proseguita, con qualche interruzione, fino ad oggi, è stata di sicuro vantaggio

Evoluzione dell'ECU e del DM in relazione alla moneta americana

Movimenti del marco tedesco all'interno dell'area di fluttuazione dello SME



Fonte: Economie Européenne: statistiche varie

(a,b,c,d,e,f, cambiamenti di parità all'interno dello SME)

per la sopravvivenza dello SME. La conseguenza di questa situazione è stata infatti un marco debole che non ha portato troppi problemi di ordine interno.
Sulla base di queste considerazioni si può concludere che un test importante per il nuovo Sistema europeo sopravverrà quando si verificheranno delle nuove condizioni perticolari. Per esempio un saldo della bilancia corrente tedesca in equilibrio, una stabilizzazione del prezzo del petrolio e un ribasso dei tassi d'interesse sul dollaro. Alcune di queste condizioni sono ora già verificate.

Fasi relative allo sviluppo dello SME dal 13 marzo 1979 a oggi

La prima fase, comprende il periodo che va da marzo fino alla fine di maggio del 1979. Caratteristica di questo periodo è la tendenza al rialzo del dollaro sia rispetto all'ECU in generale che al marco tedesco in particolare. Alla fine del periodo in questione la Bundesbank interviene vendendo dollari in massa per sostenere la propria moneta in rapporto a quella americana al fine di non ingrandire maggiormente la fattura petrolifera e il costo delle altre importazioni espresse in dollari. All'interno dello SME il marco subisce d'apprima un leggero ribasso, e poi, a causa degli interventi di sostegno esercitati, si sposta verso le zone alte del Sistema.

La seconda fase, dal mese di giugno fino alla fine del 1979, riporta in evidenza il problema del rafforzamento del marco tedesco in presenza di un indebolimento del dollaro. La moneta tedesca si mantiene all'interno dello SME ai limiti superiori dello SME. Il dollaro subisce forti pressioni al ribasso, e a partire dal mese di giugno è sempre più ignorato dagli investitori. Nello

spazio di quattro mesi la debolezza del dollaro ha provocato un aggiustamento della parità del marco all'interno dello SME. Il 24 settembre 1979 il DM viene rivalutato del 2 % e la corona danese viene svalutata del 3 %. Il 29 novembre quest'ultima moneta subisce ancora una svalutazione del 5 %. Ne frattempo il nuovo dispositivo di sostegno del dollaro (piano Volcker) dell'ottobre del 1979 permette di attenuare gradualmente le pressioni al ribasso sul dollaro e indirettamente da modo al marco tedesco di riguadagnare la linea mediana dello SME.

Una terza fase, gennaio - fine marzo 1980, coincide con la prima scalata dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e con il conseguente miglioramento della situazione del dollaro. Questa nuova situazione porterà la moneta tedesca a perdere del terreno rispetto alle altre monete del Sistema.

La quarta fase, aprile - giugno 1980, è segnata da un indebolimento del dollaro dovuto a un calo (che si dimostrerà momentaneo) dei tassi d'interesse americani. Il DM subisce un rialzo momentaneo della sua posizione nel Sistema.

La quinta fase, giugno 1980 - febbraio 1981, è caratterizzata da un ritorno in forza del dollaro in contrapposizione alle monete europee. Causa diretta di questo fenomeno sono gli alti tassi d'interesse creati a loro volta dall' inasprimento della politica monetarista. Il rialzo della moneta americana ha creato notevoli problemi alla stabilità dello SME. Il marco tedesco ha perso quota e ha toccato verso il mese di novembre del 1980 i limiti inferiori del Sistema. E soltanto grazie alla decisione (economicamente impopolare, ma valida dal punto di vista europeo) di alzare i tassi d'interesse sul marco, che lo stesso è ritornato ad essere la moneta più forte del Sistema. Questo fatto ha evitato l'insorgere di tensioni, specialmente con il partner francese, per quello che concerne la concorrenzialità della moneta tedesca negli scambi commerciali intra-

comunitari e internazionali. Questa decisione del Governo tedesco può essere considerata a nostro avviso una vittoria per lo SME. Per una volta il bisogno dell'intera Comunità ha prevalso sull'interesse puramente nazionale.

Una sesta fase, febbraio-marzo 1981, di corta durata ma di effetto dirompente. In questo periodo, il dollaro,sotto la spinta di un nuovo ribasso dei tassi d'interesse ha subito un ribasso repentino. Questa situazione ha portato a un rialzo del marco tedesco e per conseguenza a un indebolimento delle monete deboli dello SME. La lira italiana viene svalutata il 23 marzo del 6 % in rapporto alle monete degli altri Stati partecipanti. Unitamente a un ribasso dei tassi d'interesse sul dollaro, bisogna segnalare, quale causa della momentanea ascesa del marco tedesco, un inasprimento da parte delle stesse autorità germaniche della politica monetaria.

Una settima fase, fine marzo-metà agosto 1981. Essa è caratterizzata da tassi d'interesse sul dollaro che riprendono a salire e dunque, di conseguenza, riprende la corsa al rialzo della moneta americana. Nonostante i massicci interventi delle Banche centrali interessate, il dollaro ha continuato la sua corsa in ascesa. In questo periodo ,il marco tedesco pur subendo una perdita di valore nei confronti della moneta americana, si mantiene ai limiti massimi di fluttuazione all' interno dello SME. L'inasprimento della politica monetaria in Germania con il conseguente aumento dei tassi d'interesse e l'inizio di un miglioramento di taluni indicatori importanti come per esempio la bilancia corrente portano la moneta tedesca ad essere la più forte all'interno della fascia di oscillazione europea.

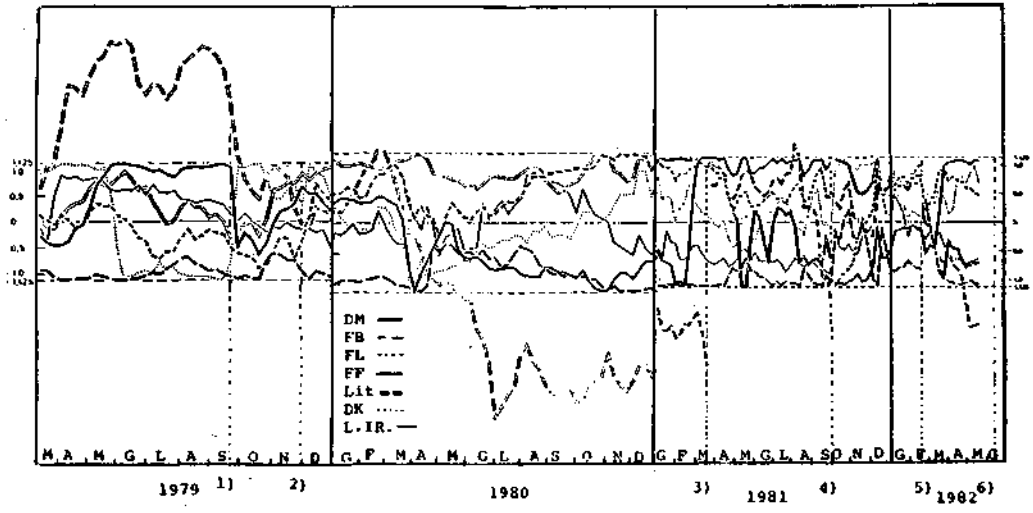
Un'ottava fase, inizio agosto - fine novembre 1981. Questa fase segna un parziale annullamento della precedente ascesa del dollaro sulle monete europee. L'evoluzione delle bilance correnti, negativa per gli USA e positiva per la Germania, una certa perdita di fiducia nella politica monetarista di Regan e una certa fase di ripiego dei tassi d'interesse sul dollaro,

hanno portato a questa situazione. Il marco tedesco,già in una posizione decisamente forte all'interno del Sistema europeo, tende a muoversi al rialzo e questo provoca una forte tensione per quello che riguarda i rapporti con le monete definite deboli del Sistema. Particolarmente tesa si fa la situazione per il franco francese e la lira italiana. Esse tendono a perdere terreno nei confronti specialmente del marco tedesco e del fiorino olandese e devono essere massicciamente sostenute dalle proprie autorità monetarie. La situazione si fa insostenibile e il 5 ottobre scatta un nuovo riallineamento delle parità all'interno dello SME. Le monete forti (marco e fiorino) sono rivalutate e le monete deboli (lira italiana e franco francese) sono svalutati.

Una nona fase,novembre 1981 - marzo 1982. I tassi sul dollaro, malgrado le previsioni degli esperti, non accennano a diminuire. Questa situazione di incertezza, o di situazione non verificata, porta ad un recupero della moneta americana. Sulla scia della rivalutazione del 5 ottobre, il marco tedesco si mantiene in una posizione mediana all'interno del Sistema. Durante questo periodo due monete vengono svalutate. Nel caso del franco belga si è trattato di una politica di stabilizzazione di lungo periodo e nel caso della corona danese si è voluta introdurre una misura precauzionale.

Una decima fase , incomincia verso la fine di marzo e termina verso la metà di maggio del 1982. A causa dei tassi d'interesse (questa volta al ribasso) sul dollaro americano, il marco tedesco si riporta ai limiti massimi di fluttuazione all'interno della fascia consentita. Questa situazione sarà all'origine del nuovo riallineamento delle parità del mese di giugno.

Tassi di cambio nel meccanismo dei tassi di cambio dello SME 1979-1982
Medie settimanali,in percentuale,delle monete partecipanti in rapporto alle loro soglie d'intervento



Fonte: BRI: diversi bollettini

(1,2,3,4,5,6; cambiamenti di paritâ all'interno dello SME).

b. Riassunto

Il nuovo Sistema monetario europeo rappresenta sia uno strumento per continuare sulla strada della realizzazione dell'Unione monetaria europea, sia uno strumento che si inserisce come tentativo regionale per porre rimedio a una situazione di disordine monetario internazionale, disordine che sembra influire negativamente in modo particolare sulla situazione economica europea.

Questi due elementi non possono essere, nel contesto internazionale odierno, trattati separatamente. Un'analisi critica dei possibili contributi che potrebbero scaturire dall'applicazione del nuovo Sistema europeo presuppone la presa in considerazione contemporanea dei due elementi.

Si può infatti affermare che il problema della fase di transizione verso l'integrazione monetaria europea deve essere inserito nel contesto attuale di crisi economica e di squilibrio dei pagamenti internazionali, situazioni che fatto seguito alle due crisi petrolifere del 1974 e del 1979. Esaminare gli obiettivi e i mezzi per arrivare ad una Unione monetaria europea, senza verificarne la validità, ignorando le possibili interferenze apportate dalle mutevoli situazioni esterne, sarebbe un grave errore.

E' in questo contesto di situazioni che bisogna inserire il processo di rilancio dell'integrazione monetaria europea. Le proposte realiste devono perciò non soltanto trarre insegnamento dalle esperienze connesse al fallimento del piano Werner, ma tener conto degli elementi addizionali di difficoltà che esistono attualmente.

La situazione internazionale attuale caratterizzata da una crisi economica importante e da tassi di cambio instabili, è il risultato di diversi elementi che insieme si sovrappongono:

- Gli aumenti del prezzo del petrolio hanno provocato il passaggio del potere d'acquisto da paesi con una propensione al consumo relativamente forte, a paesi con una propensione al risparmio molto elevata. Questo fatto ha provocato degli impulsi recessivi all'economia intera.

- Questi impulsi recessivi avrebbero potuto essere eliminati con delle politiche espansive da parte del mondo occidentale industrializzato se questa crisi petrolifera non si fosse inserita in un contesto inflazionistico mondiale (la teoria delle locomotive non ha potuto essere attuata). La causa di questa inflazione generalizzata deve essere ricercata sia in una enorme espansione della liquidità internazionale, sia in una situazione di penuria di materie prime.

- Considerato il fatto che l'aumento dei prezzi del greggio moltiplicava le tensioni inflazionistiche, creando il pericolo di un'iperinflazione a livello mondiale, i paesi industrializzati decidevano di aumentare l'orientamento restrittivo delle loro politiche economiche interne; questo fatto non poteva che condurre a una crisi generalizzata.

- I contraccolpi dell'aumento dei prezzi del petrolio erano dunque sopportati, almeno in una prima fase, dai paesi industrializzati più deboli e dai paesi in via di sviluppo. Essi erano costretti, a causa del pericolo latente di disoccupazione, a mantenere un certo livello di attività.

- La presenza di insufficienti politiche di riciclaggio coordinate,ha fatto si che la parte più grande di esso fosse assunta,tramite il sistema bancario privato,dal mercato degli eurodollari. L'impressionante volume di capitali da riciclare,sommata a una situazione di cambi flessibili,si è rivelata una composizione molto pericolosa per la stabilità monetaria internazionale.
- Il tentativo di porre rimedio a una situazione di inflazione generalizzata, ha portato in quasi tutti i paesi più importanti, ad un inasprimento della politica monetaria. Questo modo di agire ha provocato,attraverso un rialzo dei tassi d'interesse, ad un rallentamento dell' attività economica.
- Questo rallentamento dell'attività economica permetteva di rimettere in sesto la situazione delle bilance correnti dei paesi industrializzati ma lasciava invariata la situazione per quello che riguarda i paesi in via di sviluppo. Il finanziamento delle stesse incomincia a porre dei seri problemi,almeno per quello che concerne la parte relativa al mercato privato dei capitali.

Davanti a questi avvenimenti l'Europa non può più accontentarsi di rimanere trincerata dietro una posizione passiva. Se essa vorrà veder allontanato il rischio del fallimento del suo nuovo tentativo di Unione monetaria, dovrà mettersi d'impegno per ricercare una soluzione che le permetta di mettersi al riparo da eventuali pericoli. In effetti, sia la soluzione alla situazione di squilibrio internazionale via l'aggiustamento delle bilance correnti (rischio di deflazione e di protezionismo) sia la soluzione del finanziamento via il mercato degli eurodollari (sregolamenti delle parità intracomunitarie a causa dell'oscillazione del dollaro) rischiano di metter in causa i risultati ottenuti finora dalla Comunità economica europea.

Che lo SME rappresenti attualmente per l'Europa l'unica ancora di salvezza sembra essere ora sostenuto, o almeno approvato, anche da coloro i quali al momento del varo del nuovo sistema non avevano lesinato dure critiche.

Nel bollettino della Società di Banca Svizzera del mese di giugno del 1981, rileviamo con sorpresa, contrariamente a quello che era avvenuto tempi addietro, che si è dato largo spazio ad autori che assumono atteggiamenti decisamente più positivi nei confronti del nuovo Sistema.

> "On relève dans la Communauté des risques croissants et inquiétants traduisant une extension des égoïsmes nationaux et des attitudes protectionnistes. Etant donné les temps difficiles qui attendent l'Europe sur les plans politique et économique, le repli sur les intérêts nationaux serait en définitive préjudiciable à tous. Le simple fait qu'il n'existe aucune autre alternative à l'intégration européenne est une raison suffisante pour poursuivre l'extension du SME. Dans un monde caractérisé par l'insécurité, une meilleure cohésion des politiques monétaires en Europe peut contribuer sensiblement à la défense des intérêts des pays européens". (1)

E' tenendo conto di questa situazione che deve essere visto l'interesse rappresentato dal Sistema monetario europeo. Lo SME non deve essere giudicato solo alla luce di quello che esso è riuscito a ottenere fino ad ora, ma deve essere piuttosto valutato quale strumento di una possibile e indispensabile atteggiamento europeo comune e coerente nell'affrontare l'attuale crisi internazionale.

(1) Wegner Manfred: "Les enseignements du Système monétaire européen", Articolo, Le Mois, Giugno 1981.

Per diventare lo strumento del rilancio dell'unità europea lo SME non può però accontentarsi di ricercare una stabilizzazione difensiva dei cambi all'interno della Comunità. La situazione internazionale è troppo influente, e necessita, per essere dominata, di un atteggiamento più agressivo.

La Comunità europea, non può più dunque attenersi soltanto ad una politica di difesa dei tassi di cambio. Se fosse il caso, essa sarebbe votata al fallimento. Ecco dunque l'importanza di questo strumento di coesione interna nei rapporti con l'estero (con il dollaro in particolare) rappresentato dallo SME.

Come abbiamo visto in precedenza, per poter controllare il dollaro, lo SME deve prendere parte attiva al riciclaggio delle eccedenze petrolifere, problema centrale alla base degli squilibri monetari internazionali. Il problema dovrà essere affrontato, se vuole avere qualche possibilità di riuscita, in maniera comune e coerente da parte dei paesi della Comunità. Lo SME diviene dunque lo strumento indispensabile per realizzare sia la coesione interna sia la difesa esterna.

Ma cosa significa partecipazione attiva nella soluzione dei problemi del disavanzo petrolifero ?

La situazione internazionale non può più al momento attuale essere affrontata tramite proposte di soluzione globali. Essa deve essere affrontata tramite soluzioni decentralizzate.

Lo SME potrebbe rappresentare a questo proposito l'elemento centrale per la concretizzazione di una "zona europea di riciclaggio" inserita in un contesto di "zone di riciclaggio" (zona-SME, zona-USA, zona-Giappone, zona-PVS, zona-OPEP). A questo punto, le tre zone meglio piazzate per quello che concerne la situazione economica, vale a dire la zona-SME, la zona-USA e la zona-Giappone, incomincerebbero col riciclare il proprio disavanzo. Si tratta in definitiva dell'accettazione dell'esistenza di una parte incompressibile da aggiustare nella bilancia corrente, a causa dell'inelasticità dell'elemento petrolio. Questo finanziamento, all'interno di zone composite come è quella Europea, dovrà avvenire in modo coordinato e coerente, puntando sul fatto che questo agire sarà di incoraggiamento e intraprendere (questa volta a livello nazionale) l'aggiustamento del resto del disavanzo corrente. Questo modo di procedere presenta un aspetto di obbligo (insieme si procede al finanziamento del disavanzo petrolifero, però da soli ci occupa di aggiustare il resto del disavanzo corrente) che presenta dei vantaggi interessanti.

Questo primo passo effettuato (riciclaggio del proprio disavanzo da parte delle zone più prospere) si può ora affrontare il problema del finanziamento del forte disavanzo dei paesi in via di sviluppo.
Questo può essere intrapreso con il concorso delle zone suddette, della zona-OPEC, che già sta andando in questa direzione, e tutto questo sotto la direzione, questa volta produttiva del FMI.

"Le FMI serait-il le cadre choisi pour une telle négociation ? On peut avancer, en tout cas, qu'il jouera un rôle essentiel d'assistance technique à cette occasion, et qu'il sera peut-être amené, pour mieux s'adapter aux réalités économiques et politiques de demain, à se restructurer pour apparaître comme la réunion des fédérations régionales et non plus comme une nébuleuse d'Etats sans liens privilégiés et gravitant tous autour du soleil américain". (1)

Ecco dunque "concretizzato" quello che il Sistema monetario europeo potrà rappresentare se gli sarà data la possibilità di affrontare in maniera attiva gli squilibri determinati dalla crisi energetica.

E' dunque sbagliato a nostro avviso procedere alla demolizione sistematica di questo strumento potenzialmente valido, basandosi soltanto su dei dogmi di applicazione ancora incerta, o su delle considerazioni che non varcano l'ormai stretto spazio europeo. Lo SME rappresenta al momento attuale la sola alternativa praticabile ad una attitudine completamente passiva e perciò pericolosa. Il consenso politico iniziale rappresenta per lo SME un punto a suo favore, quello che è importante ora è di prendere coscienza dell'importanza di questo strumento (fosse anche per mancanza di alternative) sia per l'Europa sia per il Sistema monetario internazionale.

In generale possiamo affermare che l'attuale situazione di disordine monetario internazionale che ha come ultima conseguenza una instabilità cronica dei tassi di cambio,dovrà fare l'oggetto di un ripensamento. Ci si dovrà porre la domanda a sapere se un ritorno,con le dovute correzioni,ad un sistema di cambi fissi in un ottica regionale,non sarebbe a vantaggio di tutti. E chiaro che un ritorno a una certa coerenza necessita l'abbandono di determinate prerogative che definiremmo di pseudo libertà. Il Sistema di Bretton-Woods non era un sistema di libertà. Era un sistema di "libertà controllata" Anche lo SME è un sistema di "libertà controllata";sistema che induce le nazioni partecipanti a giocare un certo ruolo di coerenza interna.

La problematica della libertà è legata,in questo contesto, al movimento dei capitali e di conseguenza ai tassi di cambio. O ci sarà una libertà totale dei flussi reali e finanziari, situazione che condurrà al protezionismo dei flussi reali inquanto i vari paesi non potranno ammettere delle fluttuazioni di cambio erratiche che li metterebbero un giorno in "dumping" e l'indomani in posizione di profitto enorme, oppure ci sarà un relativo controllo che rafforzerà necessariamente l'equilibrio interno ad una zona. La scelta di oggi è ancora la scelta di dieci anni orsono, dove si doveva decidere per la soppravvivenza o il fallimento dei tassi di cambio fissi.

> "Malheureusement, les autorités monétaires des pays occidentaux désiraient tout à la fois: un système de parités fixes, matiné de Gold exchange standard anarchisant, des différences entre les taux d'intérêts intérieurs et les taux pratiqués sur le marché de l'eurodollar, la liberté des mouvements des capitaux; ces objectifs étaient d'autant moins inconciliables que les politiques économiques poursuivies par chaque Etat ne coincidaient que rarement. C'est pour n'avoir pas su tirer clairement ces conclusions inéluctables et notamment pour n'avoir po apprécier à sa juste valeur l'impact perturbateur d'un marché de l'eurodollar, devenu progressivement hydrocéphale, que les banques centrales ont été contraintes d'accepter, à leurs corps défendant, le principe du flottement généralisé au début de 1973".(1)

(1) J.L. Juvet Op. cit.

BIBLIOGRAFIA GENERALE

1. ARTICOLI (Periodici)

Abs Hermann Josef
Problemi monetari ed economici,
Bancaria, settembre 1978

Aglietta Michel
Rôle du dollar et hégémonie financière des Etats-Unis,
Economie et statistique, no. 97, febbraio 1978

Aglietta Michel
La notion de monnaie internationale et les problèmes
monétaires européens dans une perspective historique,
Revue économique, no. 5, settembre 1979

Albuschkat Harald
Zum Europäischen Währungssystem,
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1. Heft S. 6-1979

Alphandéry Edmond
L'approche monétaire de la balance des paiements,
Banque, no. 350, aprile 1976

André Annie
Principales approches en matière de prévision des
taux de change: un inventaire,
Banque, ottobre 1980

Andreatta Nino
Le conseguenze economiche dello SME per l'Europa
e per l'Italia,
Thema, anno 1978, numero due

Arcelli Mario
Prospettive di aggiustamento delle bilance dei pagamenti
e riciclaggio dei petrodollari,
Credito Popolare

Aschinger François
Les dangers de vivre sans système monétaire international,
Banque, no. 384, febbraio 1976

Aschinger François
Le dollar et l'Europe; Conférence donnée au Palais de
l'Athénée à Genève, le 17 janvier 1972, dans le cadre
de la Classe Industrie et Commerce de la Société des Arts

Aschinger François
Les cours de change flottants: un système problématique,
Bulletin, febbraio 1969

Aschinger François
Abbozzi di un futuro ordinamento monetario,
Il Mese, Bollettino della Società di Banca Svizzera,
gennaio 1974

Aszkenazy Henry
L'Europe monétaire: un nouveau départ
Eurépargne, no. 12, 1978

Aszkenazy Henry
Quel avenir pour le compte de substitution ?
Eurépargne, no. 11, 1979

Baer Gunter D.
La signification de l'indicateur de divergence
dans le Système monétaire européen,
Eurépargne, no. 12, 1979

Baffi Paolo
Il Sistema monetario europeo e l'Italia,
Thema, anno 1978, numero due

Baffi Paolo
I cambi: ieri oggi e domani,
Bancaria, agosto 1978

Baffi Paolo
Verso una revisione della struttura dei cambi
Credito popolare, ottobre 1978

Balassa Bela
Riforme monetarie e Mercato Comune Europeo
Moneta e credito, no. 118, giugno 1977

Balassa Bela
Il commercio mondiale e l'economia internazionale:
tendenze, prospettive e politiche di sviluppo,
Thema, anno 1978

Banque Bruxelles Lambert
Le nouveau Système monétaire européen,
Bulletin financier, no. 7, febbraio 1979

Banque de France
Le Système monétaire européen,
Bulletin trimestriel, marzo 1979

Banque de Paris et des Pays-Bas
Le "recyclage" des excédents de l'OPEP,
Bulletin mensuel, aprile 1980

Banque de Paris et des Pays-Bas
Les excédents pétroliers,
Conjoncture, agosto-settembre 1978

Bär Guy
Vom "Fixing" zum "Floating" - und zurück ?
Wirtschaftsförderung, Bulletin, 1.1.1979

Barattieri Vittorio
Gli effetti della politica monetaria degli Stati Uniti
sul mercato dell'eurodollaro,
Moneta e Credito, 1970

Barre Raymond
L'Europe et le problème du dollar,
Perspectives, 7 e 14 aprile 1973

Bond Marian
Taux de change, inflation et cercle vicieux,
Finances et développement (FMI), marzo 1980

Bourg Jean
Les problèmes du prix du pétrole et du recyclage
des capitaux pétroliers,
Banque, no. 404, marzo 1981 e no.

Bourguinat Henri
Des moyens de l'intégration monétaire européenne,
L'Actualité Economique, Montréal, no. 4,
ottobre-dicembre 1973

Bourguinat Henri
De l'étalon dollar au système multi-devises,
Eurépargne, no. 10, 1979

Bourguinat Henri
L'an III des changes flottants; un premier bilan ambigu,
Banque, no. 340, maggio 1975

Bourguinat Henri
Le Système monétaire international et les
débuts du polycentrisme,
Problèmes économiques, no. 1694, 22 ottobre 1980

Brunner Karl
Riflessioni sulla politica monetaria internazionale,
Moneta e Credito, maggio 1979

Business Week
The petro-crash of the '80s,
19 novembre 1979

Buzelay Alain
Mouvements de capitaux à court terme et
régulation monétaire: le rôle du SME,
Eurépargne, luglio 1981

Cachin Antoine
L'approche monétaire de la balance des
paiements et les monétaristes,
Banque, no. 357, dicembre 1976

Carli Guido
Le condizioni per la moneta europea,
Nuova Rivista Europea, anno III, no. 9, gennaio 1979

Carli Guido
Dall'Unione Europea dei pagamenti al
Sistema monetario europeo,
Nuova Rivista Europea, anno IV, no. 17, maggio 1980

Carli Guido
What will the EMS mean for the dollar ?
Institutional Investor, febbraio 1979

Carli Guido
Riforma monetaria,
Credito popolare, ottobre 1973

Carli Guido
Kafka si aggira tra le monete,
Europeo, 11 ottobre 1979

Carli Guido
Crisi monetaria internazionale e politica
di ripresa economica,
Bancaria, maggio 1973

Chase Manhattan Bank
The European Supersnake,
International Finance, 24 luglio 1978

Chase Manhattan Bank
Eximbank Assumes a More Assertive Role,
International Finance, giugno 1978

Chase Manhattan Bank
The Changing pattern of World Payments Imbalances,
International Finance, 5 febbraio, 1979

Chase Manhattan Bank
OPEC's Oil Surplus- Still Huge But Declining,
International Finance, luglio 1977

Chase Manhattan Bank
Purchasing-Power Parity Theory and the Dollar,
International Finance, 20 marzo 1978

Chaussard Alain
Flottement des monnaies, faits et méfaits,
Arts et Manufactures, luglio-agosto 1978

Chaussard Alain
L'intervention ou le chaos ?
Eurépargne, no. 3, 1979

Chaussard Alain
La longue gestation du Compte de substitution,
Eurépargne, no. 12, 1979

Cheynel Henri
Comment les pays de l'OPEP placent l'excédent
de leurs balances courantes,
Problèmes économiques, no. 1694, ottobre 1980

Cheynel Henri
L'évolution des risques-pays sous l'effet du
deuxième choc pétrolier,
Banque, no. 398, settembre 1980

Claassen Emil-Maria
Le débat sur les réformes du Système monétaire
international,
Banque, no. 351, maggio 1976

Claassen Emil-Maria
Les critères d'une constitution monétaire optimale,
Banque, no. 405, aprile 1981

Claassen Emil-Maria
La parité du taux d'intérêt et la variabilité
du taux de change,
Banque, no. 399, ottobre 1980

Cohen Benjamin J.
Le SME, le dollar et l'avenir du Système
monétaire international,
Politique Etrangère, no. 2, 1980

Corden W.M.
Integrazione monetaria europea:
le questioni principali,
Rivista di politica economica, anno 56,
no. 10, ottobre 1976

Colombo Emilio
Crisi petrolifera e recessione economica,
Credito popolare, settembre 1975

Cotta Alain
Les problèmes financiers de l'économie mondiale,
Revue économique, no. 6, novembre 1978

Cotta Alain
Système monétaire international et
redéploiement mondial,
Synthèse, no. 14, 4ème trimestre 1976

Crétien Yves
L'Union Economique et Monétaire en difficulté,
Revue du Marché Commun, ottobre 1973

Crockett Andrew
Les déterminants des mouvements du
taux de change: examen d'ensemble,
Finances et développement, (FMI), marzo 1981

David Jacques-Henri
Quelques réflexions sur l'avenir
du Système monétaire international,
Banque, no. 335, dicembre 1974

Dessart Michel
Les conditions politiques de
l'unification monétaire européenne,
Banque, no. 360, marzo 1977

Develle Michel
Recyclage des excédents financiers de l'OPEP
en 1980 et perspectives d'avenir,
Eurépargne, no. 3, 1981

Develle Michel
Problèmes de la monnaie européenne,
Banque, no. 379, dicembre 1978

Druin Michel
Changement de cap dans la politique
du Fonds Monétaire International,
Eurépargne, no. 1, 1981

Druin Michel
Le Compte de substitution: une nouvelle tentative
pour reprendre le contrôle des liquidités mondiales,
Eurépargne, no. 9, 1980

Duvieusart Philippe
L'Unité de compte européen. Une expérience et un succès ?
Eurépargne, no. 2, 1979

Economist
Après la réunion de Brême: un point de vue sur le projet de création d'un nouveau système monétaire européen (Mr. Schmidt's summits),
Problèmes économiques, 15 luglio 1978

Elsassr Francis
Pour une union monétaire européenne dès 1973,
Chroniques d'actualité, Tome VI, no. 2, febbraio 1972

Emminger Otmar
La hausse des prix du pétrole compromet-elle la réforme du Système monétaire européen ?
Problèmes économiques, no. 1374, 29 maggio 1974

Emminger Otmar
Les tensions au sein du Système monétaire international,
Problèmes économiques, no. 1702, dicembre 1980

Emminger Otmar
Völlig neue Dimension,
Wirtschaftswoche,no. 15, aprile 1980

Fabre Paul
La Suisse et le SME,
Revue économique Franco-Suisse, gennaio 1979

Fabre Paul
La grande illusion,
Le Monde, 8 dicembre 1977

Favre Marius
Les conséquences monétaires de l'augmentation du prix du pétrole,
Eurépargne, no. 11, 1979

Flandorffer Werner
Recycling über das Bankensystem und multinationale Instrumente,
Die Bank, agosto 1980

Fleming Stewart
A new world order for banks,
Financial Times, 31 luglio 1979

FMI
Les enseignements de six années de taux de changes flexibles,
Problèmes économiques, no. 1651, 12 dicembre 1979

Galavielle Christine
Le Système monétaire européen vu par
les experts allemands,
Chroniques d'actualité de la SEDEIS,
1 ottobre 1980

Gerber Beat
Zahlungsbilanz und Wechselkurs- eine Neuformulierung,
Information der Internationalen Treuhand AG,
no. 52, dicembre 1976

Gerber Beat
Das Dollarproblem: Eine kritische Würdigung
verschiedener Erklärungsansätze,
Information, no. 59 der Internationalen
Treuhand AG, Basel, aprile 1979

Gilbert Pier Luigi et Mario Monti
Les monnaies "faibles" et les "faiblesses"
du Système monétaire européen,
Politique étrangère

Grejebine André
Du flottement des monnaies aux changes ajustables I + II,
Banque, no. 377, ottobre 1978, novembre 1978

Grejebine André
La succession internationale du dollar
est-elle ouverte ? I + II,
Banque, no. 389, novembre 1979,
Banque, no. 390, dicembre 1979

Guth Wilfried
L'Europe face aux problèmes économiques et monétaires,
Banque, no. 370, febbraio 1978

Haberer Jean-Yves
Système monétaire européen et Système monétaire international,
Banque, no. 398, settembre 1980

Habermeire Walter
Le DTS comme unité de compte internationale,
Finances et développement (FMI), marzo 1979

Hauge Gabriel
Il mercato internazionale dei capitali ed
il sistema monetario internazionale,
Bancaria, dicembre 1978

Hellmann Rainer
Le rôle futur de l'ECU et du DTS,
Eurépargne, no. 1, 1981

Kredietbank
Le pétrole après les événements de 1973,
Bulletin hebdomadaire, no. 34, settembre 1978

Kredietbank
La gestion du Serpent monétaire européen,
Bulletin hebdomadaire, no. 10, marzo 1976

Kredietbank
Le financement officiel des balances des paiements
dans le monde industrialisé,
Bulletin hebdomadaire du 15 octobre 1976

Kredietbank
La relance de l'Union monétaire européenne,
Bulletin hebdomadaire, agosto 1978

Kredietbank
Evaluation du SME,
Bulletin hebdomadaire, no. 27, luglio 1980

Languetin Pierre
La situation du dollar considérée d'un point
de vue suisse, Exposé présenté devant la
Société Universitaire européenne de recherches financières,
a Basilea il 10 maggio 1979

Larosière Jacques
Le déséquilibre des paiements mondiaux et le processus
d'ajustement depuis 1973,
Banque, no. 375, luglio 1978

Larre René
Comment "recycler" les fonds pétroliers,
Banque, no. 336, gennaio 1975

Lascelles David
Caring about the dollar,
Financial Times, Londra, 7 agosto 1978

Lattre (de) André
Crise des balances des paiements et recyclage
des capitaux,
Analyse financière, 4ème trimestre 1974/1

Laulan Yves
La deuxième crise historique du pétrole,
Banque, no. 388, ottobre 1979

Laulan Yves
Serpent ou serpents,
Banque, no. 360, marzo 1977

Lelart Michel
La mesure des liquidités internationales,
Eurépargne, maggio 1977

Lelart Michel
L'ECU n'est-il qu'un DTS européen ?
Eurépargne, no. 9, 1979

Lelart Michel
Le rôle du DTS dans le "nouveau" Système monétaire international,
Eurépargne, no. 5, 1980

Lepas Armand
L'avenir du dollar: le point de non-retour est peut-être proche,
Problèmes économiques, no. 1606, 17 gennaio 1979

Levy Léo
Les avatars du Serpent monétaire européen,
Eurépargne, marzo 1978

Leygues Jean-Charles
Le système de change communautaire:
un serpent difficile à charmer,
Revue du Marché Commun, gennaio 1976

Lutz Christian
La crisi del petrolio ... e dopo ?
Il Mese, bulletin de la Société de Banque Suisse, 7-1974

Magnifico Giovanni
Situazione monetaria internazionale: problemi e prospettive, conferenza tenuta presso il Consiglio Nazionale delle Ricerche, per l'Istituto di Studi Europei "Alcide de Gasperi", Roma, 22 ottobre 1979

Magnifico Giovanni e Saccomanni Fabrizio
Verso un nuovo ruolo del Fondo Monetario Internazionale,
Bancaria, novembre 1978

Magnifico Giovanni
L'unification monétaire européenne,
Banque, no. 377, ottobre 1978

Magnifico Giovanni
L'unification monétaire européenne dans le contexte de l'inflation et des déséquilibres pétroliers,
Banque, no. 342, luglio 1975

Magnifico Giovanni
Il futuro del Sistema monetario europeo e il ruolo dello scudo,
Thema, 18 aprile 1980

Magnifico Giovanni
Questioni monetarie internazionali,
Credito popolare, giugno 1977

Magnifico Giovanni
La realizzazione dell'Unione monetaria: implicazioni
tecniche ed economiche,
Thema, anno 1977, numero uno

Maillet Pierre
Système monétaire européen, union économique
et monétaire et politiques de structure (I et II),
Banque, gennaio 1980, febbraio 1980

Marsh David
The move away from the dollar,
Financial Time, 7 marzo 1979

Masera Francesco
Il processo di aggiustamento della bilancia
dei pagamenti,
Credito popolare, novembre 1974

Masera Francesco
Proposte di riforma del sistema monetario internazionale,
Bancaria, settembre 1975

Masera Reiner
Unificazione monetaria europea,
Economia Internazionale, Genova, anno 27, no. 1
febbraio 1974

Mc Namara Robert
Zur Finanzierung der höheren Oelrechnungen,
Dokumentation zur Wirtschaftskunde, no. 43,
ottobre 1980

Mervosh Edward
The Germans persist in playn' their own monetary game,
Business Week, novembre 1979

Métais Joël
Le système financier international rivé
dans le déséquilibre monétaire international depuis 1974,
Revue économique, no. 6, novembre 1979

Mikdashi Zuhayr
Les banques, le recyclage des excédents pétroliers
et l'aide au développement,
Banque, no. 379, dicembre 1978

Monti Mario et Gilibert Pier Luigi
Les monnaies "faibles" et les "faiblesses"
du système monétaire européen,
Politique étrangère

Morgan Guaranty Trust Company (New York)
Implications of the new oil situation,
World Financial Markets, maggio 1979

Morse Jeremy
Il sistema monetario internazionale e il
finanziamento dello sviluppo,
Bancaria, agosto 1979

Muhlen Ernest
Le problème du recyclage et du cofinancement
après le deuxième choc pétrolier,
Eurépargne, no. 6, 1980

Onida Fabrizio
Obiettivi e strategie per l'integrazione
monetaria europea,
Moneta e credito, settembre 1975

Oort Conrad
Progressi verso l'ordine monetario internazionale.
Il futuro regime dei tassi di cambio,
Bancaria, 7 luglio 1975

Peeters Theo et de Grauwe Paul
Les problèmes du SME et ses relations avec le dollar,
Problèmes économiques, no. 1629, giugno 1979
(publié par la revue "The Banker", aprile 1979)

Pringle Robin
Re-cycling in the 1980s - the IMF's role,
The Banker, luglio 1980

Prissert Pierre
A propos d'un manifeste sur la monnaie européenne,
Banque, no. 350, aprile 1976

Rey Jean-Jacques
Les Techniques du Système Monétaire Européen (SME)

Riboud Jacques
L'Eurostable: une expérience de monnaie bancaire européenne,
Banque, no. 343, settembre 1975

Ruffolo Giorgio
Les causes de l'instabilité monétaire et ses dangers,
Problèmes économiques, no. 1676, 4 giugno 1980

Salin Pascal
Quel système monétaire pour l'Europe ?
Banque, no. 379, dicembre 1978

Salin Pascal
Les taux de change sont-ils efficaces ?
Banque, maggio 1977

Salin Pascal
La moneta parallela europea: una via per
l'unificazione monetaria europea,
Thema, anno 1977, numero uno

Salin Pascal
Les techniques d'intervention de la zone
monétaire européenne,
Eurépargne, no. 2, 1979

Salin Pascal
Quel bilan pour le Système monétaire européen ?
Eurépargne, no. 6, 1981

Sarcinelli Mario
Sviluppo e problemi di politica economica
dell'intermediazione finanziaria internazionale,
Bancaria, ottobre 1979

Sarcinelli Mario
Bilance dei pagamenti e tassi di cambio in un
contesto di ristagno con inflazione,
Bancaria, 14.10.1979

Sarmet Marcel
Europe et euromarchés,
Banque, giug o 1977

Savona Paolo
Prix du pétrole, processus d'ajustement et eurodollars,
Problèmes économiques, no. 1694, 22 ottobre 1980

Scatena Luciano
Il Sistema monetario europeo: funzionamento e prospettive,
Bancaria, dicembre 1978

Schaller François
Fonds monétaire européen: des raisons de douter,
Journal de Genève, 24 agosto 1978

Schelling (von) Friedrich Wilhelm
Wir brauchen Grundlagenforschung zum "neuen Weltwährungssyster
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 11. Heft- 1979

Sidhom Michel
Les Colonies du FMI
L'Expansion, 5 ottobre 1979

Smets F.A.
Un Système monétaire international
Eurépargne, no. 3, 1979

Smets F.A.
Le mouvement des changes,
Eurépargne, no. 11, 1979

Smets F.A.
Existe-t-il une solution au problème monétaire
international ?
Eurépargne, no. 12, 1980

Société de Banque Suisse
Les perspectives de succès à long terme
du Système monétaire européen,
Le Mois, no. 10, 1979

Société de Banque Suisse
Les mécanismes du système monétaire européen,
Le Mois, no. 10, ottobre 1979

Société de Banque Suisse
Les enseignements du système monétaire européen,
Le Mois, giugno 1981

Société générale de banque (Bruxelles)
L'influence du dollar sur les cours des
monnaies européennes,
Problèmes économiques, 19 maggio 1976

Société Universitaire Européenne de Recherches
Financières (SUERF)
Europe and the dollar in the world-wide disequilibrium,
Colloquium, Basilea, 10 maggio 1979

Steckhan Rainer B.
La Banque Mondiale et les banques commerciales,
Eurépargne, no. 2, 1980

Steuer Werner
Le SME menace la politique de stabilité
de l'Allemagne Fédérale,
Eurépargne, no. 12, 1979

Steuer Werner
Le SME laisse les Allemands sceptiques,
Eurépargne, no. 2, 1979

Swoboda Alexandre
Experience of Flexible Rates of
Exchange in Perspective,
Yearbook of the International Chamber of Commerce,
Paris 1980

Trautmann Walter
Zielzonen- ein alter Hut,
Basler Nachrichten, 7 agosto 1976

Triffin Robert
L'Europe face au chaos monétaire international,
Revue de la Banque, Bruxelles, no. 4, 1978

Triffin Robert
L'avvenire del sistema monetario internazionale,
Moneta e Credito, marzo 1980

Triffin Robert
La riforma monetaria internazionale dopo
l'accordo della Giamaica,
Note economiche, Siena, Anno 9, no. 6, novembre 1976

Triffin Robert
L'avenir du Système monétaire international
Eurépargne, no. 6, 1980

Triffin Robert
Un'area europea dei regolamenti e la moneta
parallela: Europa, Thema,
Istituto bancario San Paolo di Torino,
anno 1977, numero uno

Triffin Robert
Le Système monétaire européen,
Banque, no. 406, maggio 1981

Triffin Robert
Le désordre monétaire mondial et le nouveau SME,
Eurépargne, no. 3, 1979

Triffin Robert
Crisi del petrolio e problemi monetari
internazionali e comunitari,
Moneta e Credito, 1974

Tuccimei Ercole
La moneta e la costruzione europea,
Thema, anno 1978, numero due

Taurot Paul
Les pétrodollars ne seront plus recyclés comme avant,
Eurépargne, no. 1980

Turot Paul
Les placements arabes à long terme:
du possi le au désirable,
Eurépargne, no. 11, 1980

Turot Paul
Le SME après le Serpent,
Eurépargne, no. 4, 1979

Turot Paul
L'avenir des unités de comptes à usage
d'indicateur monétaire ou de protection financière ?
Chroniques d'actualités (SEDEIS), 20 dicembre 1979

Union de Banques Suisses
Le défi du recyclage des pétrodollars,
Publication no. 27 de la série des études de l'UBS
sur des questions économiques, bancaires et monétaires,
agosto 1980

Valcamonici Roberto
Aree valutarie ottimali ed unificazione monetaria europea,
Bancaria, agosto 1974

Vandamme Jacques
Union économique et monétaire et intégration différenciée,
Cahiers de droit européen, Bruxelles, no. 2-3, 1978

Vaubel Roland
Why the EMS may have to be dismantled,
Euromoney, gennaio 1980

Vangrevelinghe G.
SME, gestion du change et coordination des politiques
économiques,
Problèmes économiques, no. 1629, giugno 1979
(Colloque international organisé par le GREF,
Paris le 14 juin 1979, intervention)

Velo Dario
La moneta europea e il nuovo ordine monetario
internazionale,
Thema, anno 1978, numero due

Velo Dario
Piano a medio termine per l'Unione monetaria
europea nella prospettiva dell'elezione europea,
Thema, anno 1977, numero uno

Velo Dario
La crise du système monétaire international
et le problème de la monnaie européenne,
Le Fédéraliste, Pavia, anno 16, no. 1, dicembre 1974

Vila Gérard
Que peut-on attendre du Système monétaire européen ?
Revue économique, no. 5, settembre 1979

Villani Marco
L'euromercato e l'offerta mondiale di moneta,
Bancaria, dicembre 1978

Wallenberg Marcus
Il Sistema monetario europeo e il dollaro,
Bancaria, maggio 1979

Wallich H.C.
Réflexions sur la discipline en matière de balance des paiements: le cas des Etats-Unis,
Problèmes économiques, no. 1609, 7 febbraio 1979

Wallich Henry C.
Le système monétaire international après l'ajournement du compte de substitution,
Problèmes économiques, no. 1702, dicembre 1980

Weiller Jean
Déséquilibre externe, automatismes et structures,
Rapport au colloque sur "l'idée de régulation dans le mouvement des sciences",
Collège de France, 5 ottobre 1977

Werner Pierre
L'Union monétaire européenne, le dollar et la réforme internationale,
Bulletin de documentation, Luxembourg,
no. 8 novembre-dicembre 1973

Woehrling Francis
Plaidoyer pour une politique d'unification monétaire européenne réaliste: monnaie unique ou monnaie parallèle,
Banque, no. 350, aprile 1976

Ypersele (van) Jacques
Le cadre international du Système monétaire européen,
Eurépargne, no. 3, 1979

Ypersele (van) Jacques
Le Système monétaire européen: un premier bilan et les tâches de demain,
Exposé de l'auteur devant la Société Royale des Ingénieurs et Industriels,
Bruxelles, 26 novembre 1979

Yperaele (van) Jacques
Le Système monétaire européen après 7 mois,
Eurépargne, no. 11, 1979

Ypersele (van) Jacques
L'avenir du Système monétaire européen,
Eurépargne, no. 6, 1980

Ypersele (van) Jacques
Gli sforzi monetari europei a Copenhagen
e a Brema,
Thema, anno 1978, numero due

Zandano Gianni
Rapporti commerciali e finanziari tra paesi
avanzati e terzo mondo dopo la crisi del petrolio,
Bollettino del Credito popolare, 1979

Zinn Eberhard
Die Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten,
Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen,
20. Heft - 1979

Zohlnhöfer Werner
Das Europäische Währungssystem: Zielvorstellungen
und Erfolgsaussichten,
List Forum, 1970

---

2. LIBRI

Angelopoulos Angelos Th.
Per una nuova politica di sviluppo internazionale,
Etas Libri, 1979, Milano, (Prefazione di Guido Carli)

AREL (Agenzia di Ricerche e Legislazione)
La Lira e lo Scudo, la commessa europea,
Il Mulino, 1978, Bologna
(Testi di: Andreatta, Petrilli, Agnelli, Pandolfi e altri)

Baffi Paolo
Nuovi studi sulla Moneta
Giuffré Editore, Milano, 1973

Bertrand Raymond
Economie financière internationale,
Presse Universitaire de France, 1975, Paris

Bortolani Sergio
L'evoluzione del sistema monetario internazionale,
Universale Paperbacks il Mulino, 1977, Bologna

BRI: Banque des règlements internationaux
Rapports annuels,
Basilea

Busana Banterle Clara
Politica fiscale e monetaria in regime
di cambi fissi e flessibili,
Giuffré Editore, 1979, Milano

Cahiers Français
La nouvelle donne monétaire internationale,
La documentation française, luglio-settembre 1976
(Diversi articoli scelti sull'argomento)

Cahiers Français
Le système monétaire européen,
La documentation française, maggio-giugno 1980
(Diversi articoli sull'argomento)

Cahiers Français
Crise persistante du système monétaire international,
La documentation française, ottobre-dicembre 1980
(Diversi articoli sull'argomento)

Carreau D.
Le système monétaire international, aspects juridiques,
Armand Colin, 1972, Paris

Carreau D.
Le fonds monétaire international,
Armand Colin, 1970, Paris

Communautés européennes
Commission: Direction générale des affaires
économiques et financières,
Rapport OPTICA '75: Vers l'équilibre économique et
l'unification monétaire en Europe,
Bruxelles, 16 gennaio 1976

Communautés européennes
Commission: Direction générale des affaires
économiques et financières,
Rapport OPTICA '76: Inflation et taux de change: aspects
empiriques et propositions de politique économique dans
la Communauté Européenne,
Bruxelles, 10 febbraio 1977

Communautés européennes
Parlement européen, Documents de séance, Rapport fait au
nom de la Commission économique et monétaire sur le
"Système monétaire européen" (SME), élément du système
monétaire international. Rapporteur: M. Giorgio Ruffolo

Communautés européennes
L'Union européenne, Rapport de M. Leo Tindemans au Conseil européen,
Bulletin des Communautés européennes, Supplément 1/76

Communautés européennes
Commission: Le développement d'un marché européen des capitaux; dit RAPPORT SEGRE,
Bruxelles, novembre 1966

Communautés européennes
Rapport de la Commission sur "L'Union européenne",
Bulletin des Communautés européennes, Supplément 5/75

Communautés européennes
Commission:
Bulletin Economie Européenne, marzo e luglio 1979

Communautés européennes
Comité monétaire,
Compendium des textes communautaires en matière monétaire, 1979

De Grauwe P., Heremans D., Van Rompuy E.
Vers une relance de l'Union monétaire européenne ?
Groupe de travail "Intégration monétaire", Centre d'Etudes économiques, Universitä cattolica di Lovagno, novembre 1975

Diversi autori
L'Eurodollaro,
Calmann-Lévy, Economie contemporaine, 1970
(Ch.J. Scanlon, F. Morris-J. Little, G. Ferras, F.H. Klopstock, M. Friedman, A.K. Swoboda, Ch. Kindleberger, A. de Lattre, E.M. Bernstein, F.H. Ulrich, A. Ferrari, E. Stopper, Y. Iwasa, D. Emminger etc.)

Diversi autori
L'Union monétaire en Europe,
Institut universitaire des Hautes études internationales, 1971
(Testi di: Swoboda, Wortmann, Triffin, Mundell, L'Huiller, Erbe)

Diversi autori
Stratégie pour l'Europe,
Presse universitaire de France, Paris 1976
(Testi di: Cairncross, Giersch, Lamfalussy, Petrilli, Uri)

Diversi autori
EMS, The Emerging European Monetary System,
Edited by Robert Triffin
(Testi di: John Williamson, Niels Thygesen, Alexandre Lamfalussy)

Diversi autori
European Monetary Unification,
Edizioni Krause et Salant, 1973
(Testi di : Bloomfield, Johnson, Krause, Corden,
Salant, Cooper etc.)

Etudes et perspectives européennes
Vers l'Union économique et monétaire
(Plans Barre, rapports Werner et Marjolin),
Introduction du Professeur Pierre Maillet

Eurépargne
Les marchés des capitaux sont-ils au service de l'Europe ?
Journées d'études du Bischenberg, 1977, luglio-agosto
(Diversi interventi: Sarmet, Muhlen, Duvieusart, Bertrand,
Bourguinat et altri)

Fossati Giovanni Roggero
I movimenti internazionali di capitale,
Giuffré Editore, Milano, 1972

Fratianni Michele e Theo Peeters (a cura di)
One Money for Europe,
Edited by Michele Fratianni e Theo Peeters
(Testi di: Peeters, De Grauwe, Vaubel, Laidler, Salin,
Klein B., O'Mahony, Masera, Triffin, Niehans, Ypersele,
Parkin, Allen etc.)

Gardner Richard N.
Politica economica e ordine internazionale: l'evoluzione delle
organizzazioni economiche internazionali,
Etas Libri, 1978, Milano (Prefazione di Guido Carli)

Giusso Luigi (a cura di)
Teoria delle unioni monetarie e integrazione europea,
Edizioni scientifiche italiane
(Testi di: Carli, Cooper, Dehem, Giersch, Kenen,
Mc Kinnon, Onida, Scitowsky)

GREF (Groupe de Réflexion Economique et Financière)
Les incertitudes du système monétaire international:
atti del "colloque international",
A cura del GREF, Paris, 26 giugno 1973

Harrod R.
La monnaie,
Dunod, Paris, 1971

Juvet Jean-Louis (conférence)
La Suisse face à la crise monétaire 1973-1975,
Société Neuchâteloise de Sciences économiques, 1976

Lamfalussy
I mercati f nanziari europei,
Piccola biblioteca einaudi, 1972, Torino

Nardozzi Giancarlo (a cura di)
I difficili anni '70,
Etas Libri, 1980, Milano
(Testi di: Andreatta, Spaventa, Artoni, Cavazzutti, Valli etc.)

Nardolilli Rocco
Il ruolo finanziario del Fondo monetario internazionale,
Ed. Bancaria, Roma, 1979

Movimento europeo e movimento federalista europeo
L'Unione economica e il problema della moneta europea,
Franco Angeli Editore, 1978, Milano
(Scritti di: Majocchi, Montani, Velo, Usai, Magnifico,
Masera, Tuccimei, Werner)

Masera Francesco (a cura di)
Bilancia dei pagamenti e sistema monetario internazionale,
Giuffré Editore, Milano, 1975
(Testi di: Masera, Tuccimei, Savona etc)

Masera Rainer S.
L'unificazione monetaria e lo SME,
Edizione il Mulino, 1980, Bologna

Marchal Jean
Le Système monétaire international; de Bretton Woods
aux changes flottants, du Serpent monétaire au SME, 1944-1979,
Cujy, 1979, Paris

Magnifico Giovanni
Una moneta per l'Europa,
Laterza, 1973, Bari

Laqueur Walter
Europa un continente smarrito,
Rizzoli Editore, 1979, Milano

Onida Fabrizio (a cura di)
Problemi di economia monetaria internazionale,
Etas Kompass, Milano, 1971
(Testi di: Alexander, Despres,Friedman, Johnson, Kondleberger,
Machlup, Mc Kinnon, Metzler, Mundell R., Salant, Triffin)

Parboni Riccardo
Finanza e crisi internazionale,
Etas Libri, Milano, 1980

Pavarani Eugenio
Elementi di economia bancaria internazionale,
ICEB, Iniziative Culturali, ed. Editoriali Bancarie, 1980

Pedini Mario
Rapporto sull'Europa: momenti e fatti dell'unificazione,
Edizioni Mursia, 1979, Milano

Praussello Franco
Il sistema monetario europeo,
La nuova Italia editrice, 1979, Firenze

Riboud Jacques
Une monnaie pour l'Europe: L'Eurostable,
Editions de la RPP (Revue politique et
parlementaire) 1975, Paris

Riboud Jacques
Mécanique des monnaies,
Editions de la RPP, 1978, Paris

Salin Pascal
Economie internationale, I et II,
Colin, collection U, Paris

Salin Pascal
L'Unité monétaire européenne: au profit de qui ?
Economica, Paris, 1980 (préface de Friedrich A. Hayek)

Salin Pascal (a cura di)
L'Unification monétaire européenne,
Calmann-Lévy, Economie contemporaine, 1974
(Testi di: Claassen, Rl Mundell, Cooper, Salin, etc.)

Schmitt Bernard
Génération de la monnaie des monnaies européennes,
Edition Castella, Albevue-Suisse, 1975

Schmitt Bernard
L'or, le dollar et la monnaie supranationale,
Calmann-Lévy, Economie contemporaine, Paris, 1977

Schmitt Bernard
La monnaie européenne,
PUF, Economie d'aujourd'hui, Paris, 1977

Solomon Robert
Le Système monétaire international,
Edizione Economica, 1979, Paris

Stammati Gaetano
Il Sistema monetario internazionale,
Ed. Boringhieri, 1973, Torino, 1976 ristampa

Swann Dennis
L'Economia del Mercato Comune
Il Mulino, Bologna, 1976

Triffin Robert
Il sistema monetario internazionale; ieri, oggi, domani,
Einaudi, 1973, Torino

Triffin Robert
Pour un Fonds européen de réserves,
CRE, Lausanne, 1971

Tullio Giuseppe
Moneta, Cambio, Bilancia dei pagamenti: una teoria
dell'aggiustamento internazionale: origini storiche e
verifiche empiriche per l'Italia e gli Stati-Uniti.
Edizioni Comunità, Banca Commerciale italiana, Milano, 1979

Usai Giuseppe
Le imprese e l'integrazione europea
Giuffré Editore, Milano, 1976

Vandone Luciano
Il sistema monetario dell'eurodollaro,
Franco Angeli Editore, 1978, Milano

Velo Dario
La crisi economica internazionale e l'alternativa
europea, aspetti monetari e finanziari,
Giuffré Editore, Milano, 1976

Velo Dario (a cura di)
Le imprese multinazionali,
Giuffré Editore, Milano, 1974
(Testi di: Velo, Triffin, Scitovskj, Mc Kinnon, Werner
(rapporto), Majocchi, A. Swoboda, Little)

Voombs Charles A.
Trent'anni di finanza internazionale:
da Bretton Woods a oggi,
Etas Libri, 1977, Milano (prefazione di Guido Carli)

Werner Pierre
Vers l'union monétaire européenne,
CRE, Lausanne, 1970

3. PUBBLICAZIONI STATISTICHE

BRI (Banque des Règlements Internationaux)
Rapports annuels

Chase Manhattan Bank
International Finance

FMI (Fonds Monétaire International)
Rapports annuels

Morgan Guaranty
World Financial Markets

OCDE
Statistiques du commerce extérieur

OCDE
Principaux indicateurs économiques

OCDE
Perspectives économiques de l'OCDE

OCDE
Bulletin des comptes nationaux trimestriels

HOPPENSTEDT
Devisen-Charts
Währungs- und Finanzdaten
1970 in avanti