

COMMISSIONI AFFARI ECONOMICI E MONETARI
E POLITICA INDUSTRIALE DEL PARLAMENTO EUROPEO

**LA LIBERALIZZAZIONE DEI MOVIMENTI DI CAPITALE
E IL RAFFORZAMENTO DELLO SME**

Bruxelles, 13 luglio 1988

1. Le ragioni del successo dello SME

Vorrei richiamare brevemente alcune caratteristiche della struttura e del funzionamento dello SME; sarà così più agevole coglierne le prospettive future e ipotizzare i cambiamenti che potranno rendersi necessari.

Quando lo SME fu istituito, due furono i principi considerati essenziali al suo corretto funzionamento. Tali principi rappresentavano importanti miglioramenti sia rispetto al sistema di Bretton Woods, sia al "serpente" europeo operante negli anni settanta: in primo luogo, fu istituita una procedura di modifica dei tassi centrali basata su decisioni congiunte e non unilaterali; in secondo luogo, si riconobbe esplicitamente che la coesione dei tassi di cambio avrebbe dovuto essere basata sulla convergenza delle politiche economiche, finalizzata al conseguimento di una maggiore stabilità.

Poco dopo l'inizio dell'operatività del Sistema, il secondo shock petrolifero fece riapparire ampi squilibri nei conti esteri dei paesi membri e spinse verso l'alto l'inflazione, con effetti relativamente più gravi sulle economie più deboli. Tutti i paesi aderenti allo SME attribuirono priorità assoluta alla correzione di questi squilibri e alla riduzione dell'inflazione; nei primi anni di vita del Sistema ciò facilitò la ricerca del consenso sugli obiettivi della politica economica e sul loro coordinamento. Decisioni collettive di riallineamento e un efficace coordinamento delle politiche monetarie divennero

caratteristiche dello SME.

Durante la fase di disinflazione il vincolo del tasso di cambio costituì un punto di riferimento e, insieme, uno strumento di disciplina per le politiche monetarie. Di norma, le modifiche dei tassi centrali non compensavano completamente i differenziali inflazionistici. In tal modo, l'onere dell'aggiustamento ricadeva soprattutto sulle politiche interne; nei paesi con maggiore inflazione ciò esercitava una pressione costante sui costi e sui prezzi interni. Fu evitata la tentazione di ricorrere a svalutazioni competitive. Nella maggior parte dei casi i riallineamenti furono accompagnati da provvedimenti destinati a correggere gli squilibri finanziari esterni ed interni e rappresentarono altrettanti momenti di verifica di importanza vitale in un processo continuo di sorveglianza reciproca sulle politiche nazionali.

Su questo sfondo, gli interventi sui mercati e le politiche monetarie furono utilizzati per mantenere, tra un riallineamento e l'altro, i tassi di cambio entro margini di fluttuazione predeterminati; insieme con i controlli sui movimenti di capitale, i riallineamenti hanno fornito gli spazi di manovra necessari a rendere compatibili, nell'ambito del Sistema, tassi di inflazione che convergevano con una certa lentezza ed espansione monetaria. La circostanza che le condizioni monetarie fossero in genere coerenti con il bisogno di finanziare sui mercati internazionali gli squilibri di parte corrente, consentì di fare scarso ricorso alle riserve e ai meccanismi ufficiali di credito offerti

dal Sistema; è stata, questa, una delle principali ragioni del loro soddisfacente funzionamento e del clima di fiducia che si è instaurato tra le banche centrali dei paesi aderenti allo SME.

Nel corso del tempo il marco tedesco è divenuto la principale valuta di riserva e di intervento del Sistema; la politica della Bundesbank ha offerto un'ancora per la stabilità monetaria. Il modello di coordinamento prevalso ha visto il marco svolgere il ruolo di "valuta ennesima", con la Bundesbank che stabiliva i propri obiettivi monetari per conseguire la stabilità dei prezzi interni e gli altri partecipanti che intervenivano sui mercati valutari modificando le condizioni monetarie interne, così da renderle coerenti con il vincolo del tasso di cambio. Contrariamente alle aspettative, ma in linea con questo modello di coordinamento, una quota sempre maggiore degli interventi valutari è stata effettuata prima del raggiungimento dei punti di intervento obbligatorio (interventi intramarginali).

Il consenso sugli obiettivi politici di fondo e una gestione pragmatica del Sistema nei momenti di tensione sono stati alla base del suo buon funzionamento.

2. L'eredità della disinflazione

Nel 1985 i tassi e i differenziali di inflazione erano stati riportati ai livelli degli anni sessanta. A differenza degli altri paesi industriali, quelli aderenti

allo SME hanno conseguito questo risultato senza rinunciare alla stabilità dei cambi; di fatto, la variabilità a breve dei tassi di cambio nell'area dello SME è andata diminuendo, in un periodo di accresciuta instabilità per i tassi di cambio delle altre valute; inoltre, sono stati evitati "misalignements" di dimensioni preoccupanti.

Tuttavia, il modello di coordinamento seguito, incentrato sull'elemento di disciplina rappresentato dal tasso di cambio, ha prodotto anche effetti collaterali, che giocano un ruolo importante per il futuro funzionamento dello SME.

Poiché le modifiche dei tassi di cambio nominali non hanno compensato interamente i differenziali inflazionistici, vi è stata, da parte delle valute dei paesi con bassa inflazione, una tendenza a deprezzarsi in termini effettivi; mentre una tendenza opposta è stata manifestata dalle valute dei paesi con elevata inflazione. Fattori ciclici si sono sovrapposti alle modifiche dei prezzi relativi, rafforzando la già solida posizione esterna della prima categoria di paesi, poiché la loro domanda interna tendeva ad espandersi a tassi inferiori a quelli della media comunitaria. Tra il 1979 e il 1987, i saldi commerciali della Germania federale e dei Paesi Bassi con i partners dello SME hanno fatto registrare un miglioramento rispettivamente di 17 e 2,5 miliardi di dollari, mentre quelli della Francia e dell'Italia sono peggiorati, rispettivamente, di 9 e 11 miliardi.

Fino al 1985 questi crescenti squilibri intraeuro-

pei erano stati parzialmente compensati da un dollaro forte e dalla considerevole crescita della domanda interna degli Stati Uniti, che provocò un deterioramento della bilancia commerciale USA verso tutti i paesi dello SME. A partire dal 1985, tuttavia, questa tendenza si è rovesciata. I paesi europei hanno già visto peggiorare considerevolmente la loro bilancia commerciale con gli USA, e le cose non potranno che andare nello stesso senso con il procedere dell'aggiustamento esterno degli USA.

Persistenti surplus esterni nell'ambito dello SME hanno inoltre implicazioni monetarie che non dovrebbero essere trascurate. Tali avanzi sono una fonte diretta di pressioni (verso l'alto) su valute già forti; nella misura in cui i paesi in surplus intervengono per contrastare queste spinte, essi possono provocare una eccessiva creazione di base monetaria. I paesi dello SME con partite correnti pressoché in equilibrio sono riluttanti ad alzare i propri tassi di interesse quando tali pressioni si manifestano, poiché ritengono che il problema abbia origine al di fuori dei propri confini. Se la banca centrale cardine dello SME, vale a dire la Bundesbank, venisse chiamata in causa per accollarsi una parte eccessiva dell'onere dell'aggiustamento, il Sistema potrebbe perdere la propria ancora di stabilità monetaria.

Persistenti avanzi di parte corrente possono inoltre provocare tensioni nei meccanismi di intervento e di credito; essi possono incoraggiare la richiesta di una "maggiore simmetria" nella loro gestione, conducendo anche a

indesiderabili manipolazioni delle regole del Sistema. Può essere vista in questa luce, ad esempio, la richiesta di far detenere alle banche centrali partecipanti una maggiore quantità di valute dello SME come riserve ufficiali.

3. La liberalizzazione dei movimenti di capitale

La conclusione della fase di disinflazione e l'accelerazione impressa al processo di integrazione europea dall'Atto Unico del 1985 hanno portato alla decisione di completare l'abolizione dei controlli e delle restrizioni sui movimenti di capitale, con un notevole anticipo rispetto al 1992, data fissata per il completamento del mercato interno. Gli investimenti diretti e le transazioni finanziarie a breve sono già stati liberalizzati. Una nuova direttiva (che sarà approvata dall'ECOFIN il prossimo ottobre) introdurrà la completa libertà delle transazioni a breve (ad esempio l'apertura di depositi bancari, la concessione di prestiti, la sottoscrizione di titoli a breve, etc.).

A questo punto lo SME subirà modifiche fondamentali. La teoria economica e l'esperienza insegnano che all'interno di un'area integrata non è possibile avere contemporaneamente completa libertà degli scambi commerciali, completa libertà dei movimenti di capitale, tassi di cambio fissi e politiche nazionali autonome. Come ho già detto, nei primi anni del funzionamento del Sistema i riallineamenti e i controlli sui movimenti di capitale offrirono i margini necessari a rendere compatibili politi-

che e andamenti economici divergenti (o convergenti lentamente). La totale liberalizzazione dei movimenti di capitale annullerà gran parte di questi spazi di manovra; tale impatto sarà avvertito in maniera particolare dalla politica monetaria, poiché verranno a scomparire le possibilità di mantenere condizioni monetarie non in linea con quelle dei partners dello SME. Ciò vale anche per il paese più "grande" del Sistema, la Germania federale, perché l'eliminazione delle restrizioni valutarie aumenterà enormemente la quantità dei fondi a breve da e verso le attività denominate in marchi, in risposta a variazioni dei rendimenti attesi.

Quando si formano aspettative di un imminente riallineamento, la probabilità di avere flussi di capitali destabilizzanti è particolarmente elevata; sarebbe possibile evitare movimenti speculativi solo se i tassi di cambio fossero fissati in maniera credibile e irrevocabile. In mancanza di ciò, i mercati continueranno a ritenere che differenziali inflazionistici e squilibri nei pagamenti non possono che indurre a periodici riallineamenti. Tali aspettative possono rafforzarsi ove il Sistema sia colpito da shocks esogeni quali le elevate oscillazioni del dollaro, che provocano ampi mutamenti dei portafogli, tali da interessare le valute SME in maniera differenziata.

Inoltre, ingenti flussi di capitali, che traggano origine da valutazioni di portafoglio di breve periodo, possono portare a consistenti deviazioni di carattere temporaneo dagli obiettivi monetari o, in alternativa, a movimenti dei tassi di cambio non collegati alla competi-

vità. La funzione allocativa (per i flussi commerciali) e quella di disciplina (per la politica economica) svolte dal tasso di cambio possono risultare compromesse, nella misura in cui fattori finanziari divengano preponderanti nella determinazione dei tassi di cambio. Se non si riuscirà a pervenire a un completo coordinamento delle politiche monetarie sull'obiettivo del tasso di cambio, esiste il rischio che gli accordi dello SME possano tramutarsi in una forma di "crawling peg", e che i progressi verso una maggiore stabilità dei cambi e verso l'unione monetaria possano subire un arresto.

Desidero sottolineare ancora una volta che il problema posto dalla completa liberalizzazione dei movimenti di capitali monetari è di carattere sistemico, poiché nessun paese dello SME sarà in grado di utilizzare la politica monetaria come strumento per conseguire in maniera indipendente i propri obiettivi interni. Inoltre, le conquiste realizzate dal Sistema, con l'aver ricondotto i tassi di cambio stabilmente sotto il controllo delle autorità, saranno rimesse in discussione e sottoposte a dura prova.

4. Il rafforzamento dello SME.

Il meccanismo di cambio dello SME ha funzionato molto bene in un periodo di eccezionale turbolenza nelle relazioni monetarie internazionali; questo, tuttavia, non deve far concludere che esso potrà avere lo stesso successo di fronte ai mutamenti oggi in corso in Europa e nel mondo.

(a) I fondamenti "reali" dello SME

I benefici maggiori apportati dalla stabilità dei cambi all'interno dello SME si sono registrati nel settore degli scambi commerciali e nell'integrazione dei mercati dei beni; benefici ancora maggiori sono attesi dalla creazione del mercato interno, nel quale l'integrazione sarà estesa ai servizi e all'intermediazione finanziaria. Vantaggi si sono inoltre registrati sul fronte della politica economica, poiché, da un lato, i paesi con elevata inflazione hanno utilizzato il vincolo del tasso di cambio come un'ancora per la disinflazione, mentre dall'altro quelli con bassa inflazione hanno potuto beneficiare di uno stimolo alla crescita, attraverso la componente estera della domanda (esportazioni). Un efficace coordinamento si è registrato quasi esclusivamente nel campo delle politiche monetarie; permangono infatti squilibri gravi nella finanza pubblica di alcuni paesi SME.

Questo bilancio positivo potrebbe presto cambiare. Lo SME si troverà a dover far fronte alle conseguenze di squilibri commerciali e di bilancio tra i suoi paesi membri, poiché questi costituiscono una fonte di tensioni per i tassi di cambio e perché essi possono provocare un "bias" deflazionistico all'interno dell'area. L'Europa non può attendersi dall'esterno significativi contributi alla propria crescita; infatti, a suo svantaggio andranno l'aggiustamento del deficit degli USA, l'aggressiva concorrenza del Giappone e dei paesi di nuova industrializzazione (NICs) e la necessità dei paesi in via di sviluppo di ridurre il

proprio debito estero. Tutto ciò si rifletterà in maniera negativa sulla domanda estera. Allo stesso tempo è essenziale evitare che l'incapacità di correggere gli squilibri reali imponga oneri impropri alla politica monetaria.

Un contributo importante a una crescita basata su stimoli interni dovrà essere fornito da efficaci politiche orientate all'offerta, che favoriscano contemporaneamente la produttività e la mobilità geografica dei fattori della produzione e incoraggino il flusso delle risorse finanziarie dalle regioni con elevato risparmio a quelle con scarso risparmio, che hanno più impellenti esigenze di sviluppo. E' inoltre necessaria una sostenuta accelerazione della domanda in quei paesi con ampi avanzi nei propri conti con l'estero e bassa inflazione, poiché gli altri paesi dello SME devono ancora misurarsi con una eccessiva inflazione, con una finanza pubblica in squilibrio e con una debole posizione di bilancia dei pagamenti. La necessità di integrare completamente Spagna, Grecia e Portogallo nell'economia europea e nei meccanismi di cambio dello SME rende ancora più urgente la formulazione di efficaci politiche che favoriscano l'aggiustamento e la crescita: per questi paesi il costo da sopportare potrebbe diventare troppo elevato se l'Europa diventasse un'area a crescita lenta.

Vorrei sottolineare in modo particolare questo punto. Crescita ed efficaci politiche di aggiustamento non derivano direttamente da un accordo di cambio; tuttavia, esse costituiscono un essenziale fondamento di tipo reale per qualunque accordo di questo tipo. Se questi obiettivi

non sono perseguiti con politiche economiche appropriate, l'onere dell'aggiustamento ricadrà, in maniera impropria, sui tassi di cambio e sulle politiche monetarie. Ne soffrirebbero lo sviluppo, la stabilità dei prezzi e lo stesso accordo di cambio.

(b) Tassi di cambio e coordinamento monetario

Nel corso dei prossimi anni la principale sfida al meccanismo di cambio dello SME, che determinerà la sopravvivenza stessa del Sistema e la sua possibilità di evolvere verso una completa unione monetaria, sarà posta dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale.

La piena mobilità dei capitali non è coerente con l'attuale grado di coordinamento monetario in Europa; se non si faranno passi avanti in questo campo potrebbe risultarne compromessa la coesione dei tassi di cambio. Ci si trova qui in presenza di un paradosso: meno stringente è il vincolo del tasso di cambio, maggiore è la possibilità di spostamenti di portafoglio destabilizzanti, che implicano passaggi da una valuta all'altra e "salti" nella domanda interna di moneta. In altri termini, al fine di ridurre il rischio di instabilità finanziaria implicito nell'integrazione dei mercati finanziari, dobbiamo andare nella direzione di una sempre maggiore fissità dei tassi di cambio, per "stringere le viti" del meccanismo di cambio. Ciò, tuttavia, implicherà vincoli più stringenti sulle politiche monetarie nazionali.

Progressi significativi verso un più stretto coordinamento monetario sono stati compiuti con gli accordi di Basilea-Nyborg. Oltre a rendere disponibili finanziamenti a brevissimo termine per interventi intramarginali, accrescendo in tal modo la flessibilità del Sistema, questi accordi hanno apportato modifiche alle tecniche di gestione dello SME, in particolare: (a) i partecipanti all'accordo saranno più pronti a modificare i tassi di interesse interni - cioè ad adattare le politiche monetarie - simmetricamente e in modo coordinato, coerente con la necessità di contrastare pressioni sul tasso di cambio; (b) le modifiche dei tassi centrali saranno tenute all'interno della banda, evitando così, per quanto possibile, discontinuità nei tassi di mercato in occasione di riallineamenti e minimizzando gli incentivi ad assumere una posizione in cambi.

Se, nel nuovo contesto di mobilità dei capitali, vogliamo conservare ciò che è stato acquisito, occorrerà immaginare nuove iniziative lungo questa stessa strada. Un passo di rilevante importanza potrebbe essere costituito dalla decisione, annunciata pubblicamente, di restringere progressivamente la banda di oscillazione intorno ai tassi centrali, fino ad arrivare a zero in un certo numero di anni (ad esempio cinque), rendendo così esplicito l'impegno di pervenire a un sistema di cambi fissi. L'effetto positivo sulle aspettative sarebbe rafforzato dalla disciplina che tutti i paesi membri imporrebbero in tal modo ai costi e ai prezzi interni.

Un impegno a "stringere le viti" del tasso di cambio sarà credibile, tuttavia, se sarà accompagnato dall'adozione di obiettivi coerenti di espansione monetaria. La perfetta mobilità dei capitali renderà impossibile mantenere o far apparire credibili obiettivi nazionali indipendenti, se questi non saranno coerenti tra di loro e, ancor più, perfettamente coordinati. In altri termini, il coordinamento monetario deve andare oltre la gestione quotidiana, e dovrà pervenire alla determinazione comune di obiettivi monetari ex ante. Questo compito dovrebbe essere affidato al Comitato dei Governatori della CEE, che già effettua il regolare esame degli sviluppi in materia monetaria e valutaria nei paesi membri, anche sotto il profilo della loro coerenza.

Sarà inoltre necessario che la gestione monetaria proceda ulteriormente nella direzione di una maggiore flessibilità dei tassi di interesse, in risposta alle pressioni che emergono sui tassi di cambio. Ciò richiederà, essenzialmente, un accordo per evitare la sterilizzazione degli interventi sui mercati valutari, in modo che questi si riflettano sulle condizioni monetarie interne.

Infine, le Autorità italiane ritengono che i meccanismi di credito dello SME dovrebbero essere rafforzati, con l'introduzione di una nuova facilitazione di credito destinata specificamente a fronteggiare ampi e destabilizzanti flussi di capitale, non giustificati dalle politiche dei paesi membri. Questi potrebbero derivare, per esempio, da ampie oscillazioni del valore del dollaro che abbiano

come conseguenza spostamenti di portafoglio con effetti asimmetrici sulle valute europee. Una tale eventualità è implicita nel fatto che solo alcune di queste valute fungono da riserva internazionale. Questo nuovo meccanismo di finanziamento sarebbe destinato ad "accomodare" gli spostamenti relativi nella domanda di una valuta dello SME, inducendo una corrispondente modifica nella sua offerta. In tal modo, le condizioni monetarie nei paesi interessati non verrebbero modificate. E' importante richiamare l'attenzione sul fatto che l'attivazione di una siffatta facilitazione di credito implicherebbe una valutazione concorde, da parte del Comitato dei Governatori, sul fatto che il Sistema si trova di fronte a turbolenze speculative di carattere "puramente finanziario", esogene al Sistema stesso.

5. L'unificazione monetaria e la banca centrale europea

La recente attenzione per questi argomenti, dopo molti anni di quasi completo disinteresse, deriva dal successo stesso dello SME, che si è riflesso nella decisione di procedere sulla strada della liberalizzazione dei movimenti di capitale, e più in generale dalla rinnovata accelerazione data all'integrazione europea dall'Atto Unico del 1985.

Senza dubbio, l'unione monetaria potrà costituire un importante complemento del mercato interno e della completa integrazione economica, e richiederà una istituzione monetaria centrale e, alla fine, una valuta unica. Se è vero che l'istituzione di una banca centrale europea non è

una delle necessità prioritarie dello SME, è pur vero che stiamo arrivando al punto di prendere decisioni in campo monetario e valutario che avranno probabilmente implicazioni assai importanti per il futuro. Per questa ragione sarebbe utile, forse addirittura indispensabile, accordarsi sulle caratteristiche istituzionali dell'unione monetaria europea; in tal modo, le decisioni che saranno adottate in questo campo potranno essere collocate in una prospettiva di più lungo periodo. Inoltre, alcuni dei passi da compiere per il conseguimento dell'unione monetaria potrebbero implicare modifiche negli accordi istituzionali, la cui necessità dovrebbe essere riconosciuta con un certo anticipo.

Per ciò che concerne le caratteristiche fondamentali della futura banca centrale europea, condivido personalmente molte delle opinioni manifestate dal Presidente della Bundesbank Pöhl: essa dovrà essere indipendente dai governi nazionali, dal Consiglio Europeo e dalla Commissione, senza essere per questo insensibile agli obiettivi delle politiche generali da questi fissati. La banca centrale europea dovrebbe essere responsabile della creazione e della regolazione della valuta comune, attribuendo la massima priorità alla difesa del suo valore interno, difendendo, in altre parole, la stabilità dei prezzi.

Si tratta di principi semplici ma difficili da attuare; essi sono in contrasto con gli assetti correnti di alcuni paesi della CEE, nei quali le funzioni della banca centrale sono strettamente coordinate, se non di fatto subordinate, alle politiche governative.

Il problema dell'indipendenza della banca centrale è strettamente legato con il grado e con la cadenza della centralizzazione delle altre funzioni politiche. Una decisione di centralizzare la politica monetaria a livello europeo prima o senza una qualche centralizzazione delle funzioni di bilancio implica già una scelta in favore di una banca centrale indipendente. Su questo punto vorrei far osservare soltanto che, in linea di principio, non c'è bisogno che il trasferimento di sovranità in questi due campi avvenga contemporaneamente; la storia offre infatti esempi di unioni monetarie (Stati federali) accompagnate da un vasto decentramento delle funzioni di bilancio. Quando prevale questo modello, naturalmente, viene meno la possibilità per i governi "regionali" di influenzare la creazione di moneta o di beneficiare del signoraggio.

Un accordo sui principi basilari di una costituzione monetaria europea è necessario, non solo per sapere dove intendiamo andare, ma anche perché questi principi dovranno essere inclusi nel Trattato di Roma prima che possano essere intraprese altre iniziative. Ciò non vuol dire, tuttavia, che la creazione di una banca centrale europea debba essere concepita come un obiettivo da conseguire "in un colpo solo", quando tutte le altre condizioni siano mature. Mi sembra più ragionevole ipotizzare un processo di evoluzione graduale, che preveda una progressiva centralizzazione delle funzioni monetarie, in un'area di tassi di cambio sempre più stabili, tra una pluralità di valute sempre più sostituibili tra loro.

La completa liberalizzazione dei movimenti di capitale, come ho già detto, richiama con energia la necessità di ulteriori progressi sul fronte del coordinamento monetario. Già questo ci condurrà più vicini all'obiettivo di una politica monetaria centralizzata. A questo riguardo il Comitato dei Governatori della CEE dovrebbe svolgere un ruolo centrale non solo nella definizione e nella gestione congiunta di obiettivi monetari, ma anche, più in generale, nel decidere le iniziative e le tappe del cammino verso la centralizzazione delle politiche monetarie.

Una banca centrale europea avrà ragione d'essere solo se vi sarà una valuta europea comune da governare. Il nucleo di tale valuta già esiste, ed è l'ECU; dovremmo andare avanti con quest'ultimo invece di cercare astratte soluzioni alternative. Naturalmente, l'attuale definizione del paniere dell'ECU si rivelerà non coerente con l'obiettivo di rendere la banca centrale europea unica responsabile della sua regolazione; ad un certo momento, perciò, l'ECU dovrà trasformarsi in una valuta completamente indipendente dalle sue attuali componenti.

Prima di raggiungere questo stadio, tuttavia, c'è ancora molto tempo e disponiamo di molto margine per rafforzare l'ECU come esso attualmente è, e per svilupparne l'uso. A tale riguardo, due sono gli aspetti di maggiore importanza. In primo luogo il cosiddetto ECU ufficiale - quello che si trova sui libri contabili delle banche centrali dei paesi SME come contropartita di "swaps" di riserve (oro e dollari) con il FECOM - potrebbe diventare

un'attività permanente, cominciando ad esempio con un allungamento graduale del periodo dello "swap" (attualmente di tre mesi). In secondo luogo, il circuito ufficiale e quello commerciale dell'ECU, oggi completamente separati (con il secondo che comporta attività denominate in ECU e passività emesse da banche commerciali e da altri intermediari privati), potrebbero essere collegati, dando così alle banche centrali la possibilità di utilizzare i propri ECU ufficiali per intervenire sui mercati monetari e su quelli valutari. E' stata espressa la preoccupazione che tali iniziative possano condurre a una maggiore creazione di moneta e a un allentamento della disciplina monetaria. Faccio notare che non è certamente questo l'obiettivo di tali proposte e che pertanto non dovrebbe essere difficile, come in casi simili del passato, predisporre adeguate garanzie contro tali pericoli.

Trasformare l'ECU in una vera e propria attività di riserva richiederà lo sviluppo di un mercato finanziario sufficientemente ampio e liquido in strumenti denominati in ECU. Dopo aver mostrato un considerevole dinamismo per alcuni anni, i mercati dell'ECU commerciale sembrano aver esaurito le proprie capacità endogene di espansione.

Il loro sviluppo è ancora ostacolato da regole e pratiche amministrative che dovranno essere eliminate. Oltre a ciò, tuttavia, se si desidera che tale mercato compia il desiderato salto di qualità, sembra opportuno un più attivo utilizzo dell'ECU da parte dei governi europei e del settore pubblico in generale. In particolare, un maggior ricorso a

emissioni di titoli del Tesoro denominati in ECU creerebbe un vasto mercato di strumenti di elevata qualità; la promozione dell'ECU nella denominazione di contratti internazionali sottoscritti da grandi aziende pubbliche e private contribuirebbe a istituire un attivo mercato bancario e interbancario di attività denominate in ECU.

Nella misura in cui l'ECU sarà considerato il nucleo della futura valuta comune, sarà appropriato assoggettare il suo mercato alla vigilanza congiunta, e sempre maggiore, del Comitato dei Governatori. A questo fine, tuttavia, la posizione di neutralità che tale Comitato ha conservato fino a oggi dovrebbe essere sostituita da un interesse attivo per il suo sviluppo e per il suo ordinato funzionamento. Queste funzioni, insieme con quelle attribuite ai Governatori nella definizione e nella gestione degli obiettivi monetari, potrebbero col tempo costituire il primo compito assegnato alla istituzione monetaria centrale europea, una volta che questa sia stata insediata, anche se solo in una qualche rudimentale forma iniziale.