

ASSOCIATION FOR THE MONETARY UNION OF EUROPE

**UNA MONETA UNICA PER L'EUROPA
SCELTE POLITICHE ECONOMICHE E FINANZIARIE**

Roma, 21 febbraio 1989

1. L'esperienza ormai decennale del Sistema Monetario Europeo consente di formulare un giudizio positivo circa gli effetti di una iniziativa coraggiosa e lungimirante che, superando lo scetticismo dei tecnici e i particolarismi nazionali, ha creato un'area di cambi stabili in Europa. Sono state così in gran parte evitate, all'interno dell'area, le turbolenze monetarie e le variazioni persistenti dei cambi reali, che hanno invece investito le altre principali valute.

La stabilità dei cambi ha apportato notevoli vantaggi agli scambi commerciali e all'integrazione dei mercati; altri benefici deriveranno dalla creazione del grande mercato interno, nel quale l'integrazione si estenderà ai servizi e all'intermediazione finanziaria. Il Sistema Monetario Europeo ha anche recato effetti favorevoli alla condotta delle politiche economiche: i paesi con elevata inflazione hanno utilizzato il vincolo del cambio come un'ancora per la disinflazione, mentre quelli con bassa inflazione hanno beneficiato di uno stimolo alle esportazioni e quindi alla crescita. Lo SME ha inoltre dato impulso alla cooperazione, in particolare al coordinamento delle politiche monetarie.

2. I risultati raggiunti hanno creato i presupposti per la rimozione dei vincoli ai movimenti dei capitali, che sarà completata entro giugno del 1990. Essa consente di accelerare l'integrazione economica prevista dall'Atto unico europeo e di far partecipare pienamente l'Europa al processo di globalizzazione dei mercati finanziari.

Tuttavia, la piena mobilità dei capitali rischia di inserirsi in un quadro di insufficiente convergenza delle economie e delle politiche economiche dei paesi aderenti al Sistema Monetario Europeo. La riduzione dei differenziali di inflazione si è arrestata, questa tendenza accenna anzi ad invertirsi; gli squilibri nei saldi commerciali stanno ampliandosi; le politiche di bilancio restano poco partecipative dello sforzo di coordinamento; permangono disavanzi gravi nella finanza pubblica di alcuni paesi. Un rilancio dell'azione di coordinamento che affronti con decisione queste problematiche e rimetta in moto il processo di convergenza è condizione fondamentale per salvaguardare la stabilità dei cambi e, in prospettiva, per la realizzazione di una piena unione monetaria.

In particolare, la completa mobilità dei capitali non è coerente con l'attuale grado di coordinamento monetario in Europa; se non si faranno passi avanti in questa direzione 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 e di "salti" nella domanda interna di moneta. In altri termini, per ridurre il rischio di instabilità, implicito nell'integrazione dei mercati finanziari, dobbiamo procedere verso una sempre maggiore fissità dei tassi di cambio. Ciò, tuttavia, implicherà vincoli stringenti per le politiche monetarie nazionali.

Progressi verso un più stretto coordinamento monetario sono stati compiuti con gli accordi di Basilea-Nyborg del settembre del 1987. Oltre a rendere disponibili finanziamenti a brevissimo termine per interventi intramarginali, accrescendo in tal modo la flessibilità del Sistema, questi accordi hanno riconosciuto l'esigenza, in presenza di tensioni sui cambi, di una maggiore simmetria nelle variazioni dei

tassi di interesse.

Se, nel nuovo contesto di mobilità dei capitali, si vuol conservare ciò che è stato raggiunto, occorre assumere nuove iniziative per rendere più cogente la disciplina del cambio. Un passo di rilevante importanza potrebbe essere costituito dalla decisione, annunciata pubblicamente, di restringere progressivamente la banda di oscillazione intorno ai tassi centrali, fino a eliminarla in un certo numero di anni, rendendo così manifesto l'impegno a pervenire a un sistema di cambi fissi. L'effetto positivo sulle aspettative sarebbe rafforzato dalla disciplina che tutti i paesi membri accetterebbero in tal modo sui costi e sui prezzi interni.

Tuttavia, l'impegno a "stringere le viti" del meccanismo di cambio sarebbe credibile solo se accompagnato dalla fissazione di obiettivi coordinati di espansione monetaria e da un'intesa sulla dimensione dei saldi del bilancio dello Stato e sulle loro forme di finanziamento.

In altri termini, il coordinamento monetario dovrà andare oltre la gestione quotidiana ed estendersi alla determinazione congiunta degli obiettivi di crescita degli aggregati per renderli reciprocamente compatibili. Finora è prevalso un modello di coordinamento di tipo asimmetrico, in cui la Deutsche Bundesbank di fatto ha stabilito, attraverso il vincolo di cambio, la politica monetaria dell'intera area. Tale modello è stato particolarmente utile nella fase della convergenza verso bassi tassi di inflazione, ma non trova oggi ragione d'essere, né sul piano economico né, tanto meno, su quello politico.

3. Il successo del Sistema Monetario Europeo, la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'accelerazione impressa all'integrazione dei mercati dall'Atto unico europeo hanno portato giustamente alla ribalta il tema

dell'unificazione monetaria europea.

Senza dubbio, l'unione monetaria potrà costituire un importante complemento del mercato interno e della completa integrazione economica; essa richiederà una istituzione monetaria centrale e, in ultima analisi, una moneta unica. Se è vero che l'istituzione di una banca centrale europea non è una delle necessità prioritarie, è pur vero che stanno maturando decisioni in campo monetario e valutario che avranno implicazioni importanti per il futuro. Per questa ragione è opportuno che si raggiunga fin d'ora un'intesa sull'assetto monetario europeo, che serva da quadro di riferimento entro il quale collocare le singole decisioni da prendere, assicurandone al contempo la coerenza con l'obiettivo finale. Al riguardo, di grande importanza sono i lavori del Comitato Delors, istituito su iniziativa del Consiglio Europeo, che forniranno entro giugno di quest'anno proposte sulle tappe per la realizzazione graduale dell'unione economica e monetaria.

Per ciò che concerne le caratteristiche fondamentali della banca centrale europea, essa dovrà essere indipendente dai Governi nazionali, dal Consiglio Europeo e dalla Commissione, senza essere per questo indifferente agli obiettivi delle politiche generali da questi fissati. Ciò porrà al riparo da ogni abuso il potere di creare la moneta comune; assoggetterà i Governi in modo irrevocabile alla disciplina del mercato e assicurerà la priorità alla difesa della stabilità della moneta.

Si tratta di principi di enunciazione semplice, ma di attuazione non facile; essi sono in contrasto con gli assetti istituzionali di taluni paesi, nei quali gli ambiti di autonomia decisionale della banca centrale sono ristretti e in alcuni casi subordinati alle politiche governative.

Il problema dell'indipendenza della banca centrale è strettamente collegato con il grado e i tempi del conferimento alla Comunità di altre funzioni di politica economica. La decisione di accentrare la politica monetaria a livello europeo prima di aver provveduto analogamente per le funzioni di bilancio implica di per sé una scelta in favore di una banca centrale indipendente. Su questo punto vorrei far osservare soltanto che, in linea di principio, non è necessario 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, da parte dei Governi "regionali", di influenzare la creazione di moneta o di beneficiare direttamente del signoraggio.

Un accordo sui principi basilari di una costituzione monetaria europea è necessario, non solo per conoscere la direzione in cui muovere, ma anche perché questi principi dovranno essere inclusi nel Trattato di Roma prima di avviare 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", allorché tutte le altre condizioni siano mature. Si può ragionevolmente ipotizzare un processo di evoluzione graduale, che preveda un progressivo accentramento delle funzioni monetarie, in un'area di tassi di cambio sempre più stabili, tra una pluralità di valute sempre più sostituibili.

4. Una banca centrale europea avrà ragione d'essere solo se vi sarà una moneta europea comune da gestire. Il nucleo di tale moneta già esiste: è l'ECU. Esso rappresenta la soluzione disponibile per recepire, all'interno dell'unione monetaria, il principio politico essenziale della CEE come Comunità di eguali. Naturalmente, in prospettiva si dovrà prevedere che l'ECU diventi una moneta in senso pro-

prio, indipendente dalle sue attuali componenti. Ma ancor prima di raggiungere questo stadio vi sono spazi e possibilità per rafforzare l'ECU quale esso è, per svilupparne l'uso nelle transazioni pubbliche e private all'interno della Comunità.

Finora, lo sviluppo dell'utilizzo dell'ECU privato è scaturito essenzialmente dall'azione spontanea delle forze di mercato; esso è stato inizialmente assai rapido, soprattutto in campo finanziario. Vi sono però numerose indicazioni che la dimensione del mercato dell'ECU potrebbe aver raggiunto una soglia critica che lo strumento non riesce da solo a varcare. La quota dell'ECU nell'intermediazione finanziaria internazionale si è infatti stabilizzata su valori modesti, anche se significativi. Inoltre, l'uso dell'ECU riguarda solo l'1 per cento circa delle transazioni commerciali della Comunità. Ciò nonostante il mercato già riconosce l'ECU come la moneta della Comunità europea e lo ritiene il naturale candidato a divenire la moneta comune.

Trasformare l'ECU in una vera e propria valuta di riserva richiederà lo sviluppo di un mercato finanziario sufficientemente ampio e liquido. Esso potrà essere favorito da un più attivo utilizzo dell'ECU da parte dei Governi e delle imprese pubbliche europee. In particolare, un maggior ricorso a emissioni di titoli pubblici denominati in ECU creerebbe un vasto mercato di strumenti di elevata qualità. Allo stesso modo, la promozione dell'ECU nella denominazione di grandi contratti internazionali sottoscritti da aziende pubbliche, oltre che private, contribuirebbe a sviluppare i mercati bancario e interbancario di attività denominate in ECU.

Progressi possono essere compiuti anche per migliorare le caratteristiche monetarie e di strumento di riserva dell'ECU ufficiale, rendendone permanente la creazione attra-

verso il FECoM e consentendone l'utilizzo diretto in operazioni di intervento delle banche centrali sul mercato monetario e su quello dei cambi. In questo quadro si pone la tematica del collegamento tra i due circuiti dell'ECU, quello privato e quello ufficiale, e dello scambio dei due strumenti.

Queste iniziative avrebbero già un effetto notevole nell'incoraggiare gli operatori a utilizzare maggiormente l'ECU nelle transazioni commerciali, condizione indispensabile per il suo definitivo consolidamento.

5. In sintesi, la costruzione dell'unione monetaria richiede il raggiungimento di maggiore convergenza delle grandezze macroeconomiche e delle politiche di bilancio. Disavanzi pubblici eccessivi e squilibri nei conti con l'estero sono ostacoli fondamentali alla realizzazione dell'unione monetaria.

Le caratteristiche fondamentali della unificazione monetaria europea possono essere definite fin d'ora in modo chiaro. Al contempo, è necessario progredire: (i) nel rafforzamento del coordinamento delle politiche monetarie, estendendolo alla gestione dei rapporti di cambio con le valute terze, e (ii) nella promozione dell'ECU, per farne, attraverso una evoluzione graduale, la moneta unica dell'unione monetaria europea. Sotto questo profilo il ruolo dell'Associazione per l'Unità Monetaria Europea è di grande rilievo: gli operatori economici possono infatti adoperarsi per accrescere la diffusione dell'ECU e aiutare a creare quelle condizioni che, interagendo con le iniziative delle Autorità, consentano lo sviluppo dell'ECU come la moneta dell'Europa.