

I PROBLEMI MONETARI INTERNAZIONALI

Piercarlo Padoan

Provvisorio-riservato

IAI/3/80

I PROBLEMI MONETARI INTERNAZIONALI

di Piercarlo Padoan

1 - Il progressivo indebolimento del dollaro nei confronti delle monete giapponese, tedesca e svizzera, iniziatosi nel 1977 sembrava avere trovato un arresto alla fine del 1978, soprattutto in seguito ai provvedimenti adottati dal governo USA nell'ottobre, e che avevano segnato una svolta, definita "storica", nell'atteggiamento di quella amministrazione nei confronti del valore esterno della moneta; tali provvedimenti trovavano un rafforzamento nel progressivo riassorbimento dello squilibrio corrente dell'economia americana a fronte di un andamento di segno contrario dei conti correnti di Germania e Giappone. Nella prima metà del 1979 il dollaro ha segnato un consistente recupero nei confronti delle monete più forti che si è protratto per i primi sei mesi dell'anno. In questa, come in altre occasioni, hanno svolto un ruolo determinante nell'andamento di breve e brevissimo periodo dei tassi di cambio i flussi di capitale finanziari determinati dai differenziali dei tassi di interesse reali coperti per le attese sui cambi.

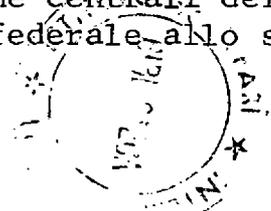
Le variazioni dei cambi sono riusciti a fornire un contributo al riequilibrio dei conti con l'estero solo in quanto hanno ecceduto gli andamenti dei differenziali di inflazione, da loro stessi alimentati, provocando mutamenti nelle posizioni competitive. Tali riaggiustamenti si sono rivelati assai lenti e comunque insufficienti in assenza di politiche di governo dei livelli di attività atti a sostenere ed a integrarne gli effetti.

Nel corso del 1978 i paesi dell'area OCSE avevano raggiunto un sostanziale riequilibrio delle proprie partite correnti a fronte di un progressivo riassorbimento del surplus Opec e di un perdurante deficit dei paesi sottosviluppati. All'interno del primo gruppo, a fronte di un miglioramento dei conti correnti dei paesi forti, quali la Germania e il Giappone, e di quelli più deboli quali l'Italia e la Francia, perdurava una situazione di deficit di parte corrente Usa che si aggiungeva a quello dei movimenti di capitale a lunga termine. Nel corso del 1979 gli effetti della variazione della posizione competitiva portavano a un progressivo riassorbimento del deficit statunitense e

successivamente a un deterioramento della posizione giapponese. Ciò dava luogo al forte recupero, nella prima metà dell'anno, del dollaro nei confronti delle principali valute, alimentato da movimenti di capitali a breve termine cui si è fatto cenno.

Il miglioramento dell'equilibrio esterno permetteva il ripagamento, da parte americana, dei debiti contratti in precedenza con accordi "swaps" e le aspettative prevalenti erano, nei primi mesi dello scorso anno, di un rafforzamento dell'andamento del dollaro. All'inizio dell'estate invece, un insieme di fattori sfavorevoli alla tenuta della moneta americana ne faceva nuovamente cadere la posizione sui mercati valutari. Malgrado il miglioramento del conto corrente, le aspettative sulle crescite dei prezzi, alimentate dall'annuncio dei nuovi aumenti petroliferi, la diminuzione del differenziale di interesse nei confronti delle monete a bassa inflazione, i contraccolpi, non solo economici, dei fatti dell'Iran, innescavano movimenti di fondi in uscita che avevano, questa volta, come destinazione non solo le valute ma anche l'oro. Il tasso di crescita del prezzo del metallo conosceva così una brusca accelerazione, smettendo regolarmente le previsioni che, da parte degli operatori, venivano di volta in volta formulate sul prezzo massimo che il metallo avrebbe raggiunto. Il peggioramento delle aspettative sull'andamento del cambio, malgrado un rallentamento della tensione sul dollaro, avvenuta dopo il riallineamento di settembre nello Sme, induceva le autorità americane a interventi massicci sui mercati valutari, attingendo ai fondi raccolti dell'emissione dei "Carter bonds", accompagnati da un innalzamento dei tassi di interesse a valori positivi in termini reali (che provocava rispercussioni in analogia direzione negli altri paesi e spingeva la struttura dei tassi di interesse a livelli mai raggiunti dopo il 1974). L'assenza di un sostanziale miglioramento nella situazione valutaria finiva poi per convincere l'amministrazione di Washington a varare, ad un anno di distanza dalle decisioni del 1978, una serie di misure, di portata più rilevante delle prime, atte a porre sotto controllo l'andamento del valore esterno del dollaro, direttamente, ma soprattutto, indirettamente tramite operazioni volte ad arrestare il tasso di crescita dei prezzi e il deterioramento delle attese inflazionistiche.

Come nel 1978 le forti oscillazioni dei tassi di cambio hanno spinto le autorità monetarie dei maggiori paesi a crescenti interventi di stabilizzazione mentre si sono intensificati gli accordi di intervento congiunto delle banche centrali dei paesi a valuta forte e del sistema di riserva federale allo sco



po di controllare l'evoluzione delle monete. Tali interventi non sono sempre stati a sostegno del dollari; quando la moneta americana nella prima metà del 1979 si è fortemente rivalutata, la Bundesbank è intervenuta per evitarne un eccessivo apprezzamento sul marco al duplice scopo di contenerne gli impulsi inflazionistici in concomitanza con i rincari del prezzo del petrolio e di prevenirne una eccessiva e repentiva svalutazione qualora la tendenza, come poi è successo, si sarebbe invertita. Comportamento analogo hanno seguito le autorità giapponesi e svizzere, anche se non sempre, almeno nel caso delle prime, con intenti puramente stabilizzanti.

Gli interventi hanno spesso creato difficoltà al controllo della liquidità interna di questi paesi facendo emergere il contrasto tra l'obiettivo della stabilizzazione del tasso di cambio e quello di limitare il ruolo delle valute nazionali quali strumenti di intervento e di riserva.

Si è comunque accentuato, soprattutto nei paesi non appartenenti al gruppo dei 10, il processo della diversificazione delle riserve a sfavore del dollaro e, in generale della crescita delle quote delle valute sul totale delle riserve e delle quote di queste ultime sottratte al controllo della autorità ufficiali. In particolare è aumentata la preferenza per il marco tedesco e lo yen. I tentativi di ridare un ruolo ai DSP, e con essi al FMI, si sono finora rivelati inefficaci come dimostra la questione del "Conto sostituzione".

Le vicende del prezzo dell'oro ne hanno invece riproposto una veste, oltre che di fondo di valore, anche, almeno in alcune ipotesi avanzate nel dibattito, di mezzo di scambio. Queste ultime non hanno per ora trovato seguito mentre sembra permanere, da parte degli operatori ufficiali, un atteggiamento guardingo in materia.

Paradossalmente, l'elevata domanda di oro e altri metalli preziosi aumenta, nel breve periodo, la stabilità degli accordi di cambio in tanto in quanto disinnesca flussi di fondi in cerca di valute a bassa inflazione. E' probabilmente questa considerazione, unita alla convinzione di poter condizionare solo marginalmente il mercato del metallo, che ha suggerito alle autorità monetarie dei principali paesi di astenersi dall'intervenire, mentre non sono da ritenersi estranei a tale atteggiamento gli interessi di chi detiene quote di oro rilevanti nelle proprie riserve. E' certamente poco consigliabile prevedere un destino definitivo per il metallo in questione. Una sua rimone

tizzazione potrebbe però non essere totalmente esclusa in presenza di forti pressioni di mercato e del parziale aumento del suo grado di liquidità conferitogli dalla messa in comune di parte della riserva dei paesi SME nell'ambito del (futuro) FME.

2 - Delle tre direzioni lungo le quali, secondo gli accordi di Brema nel settembre e di Bruxelles del dicembre 1978, si sarebbe dovuto muovere il processo di integrazione economica e monetaria europea: gli accordi di cambio, i meccanismi di credito e le "misure parallele" di trasferimenti di risorse verso le zone più arretrate della Comunità, in realtà solo la prima ha trovato attuazione in questi primi mesi di vita dello SME e, per giunta, secondo modalità sostanzialmente diverse da quelle previste. In particolare un sistema di tassi di cambio che, sia pure con gradualità, doveva arrivare ad assumere una struttura molto vicina ai cambi fissi ha finito per assomigliare sempre più ad un meccanismo di "crawling peg".

Se si osservano le vicende iniziali dello SME non si ha la certezza che il progressivo snaturamento delle originarie intenzioni sia dovuto unicamente ad una crisi di crescita; se ne ricava piuttosto l'impressione che l'andamento della neonata struttura monetaria abbia immediatamente risentito della pressoché totale mancanza, tra gli stati aderenti, di una politica concordata nei confronti delle valute terze ed in particolare del dollaro. E' possibile infatti scandire i primi mesi di vita dello SME tenendo presente l'andamento della moneta americana sui mercati internazionali, lo SME è entrato in vigore (il 13 marzo 1979) nel momento di forte ripresa del dollaro dopo l'inversione di tendenza di fine '78. In questo periodo, come si è detto, la Bundesbank è intervenuta per evitare un eccessivo rafforzamento della valuta americana. Contemporaneamente la Banca d'Italia interveniva in direzione opposta per evitare un eccessivo appezzamento della lira sul dollaro, proseguendo, sia pur nelle mutate condizioni, la politica di "semi-equidistanza" rispetto a marco e dollaro praticata nell'anno precedente. Già nei primi mesi sono emerse alcune difficoltà di ordine tecnico nel funzionamento dell'indicatore di divergenza, la cui introduzione rappresenta una innovazione importante rispetto alla configurazione del "serpente": il margine bilaterale tra la corona danese e il franco belga veniva infatti raggiunto prima che la moneta belga potesse essere individuata come quella deviante. Ciò sembra anche suggerire che meccanismi monetari, anche sofisticati, diventano inutili quando manca l'accordo sulle regole del gioco per i quali tali meccanismi dovrebbero essere utilizzati.

Quando il dollaro all'inizio dell'estate ha nuovamente ripreso la sua corsa al deprezzamento, è ripresa la tendenza al rafforzamento del marco.

Le preoccupazioni per il futuro dello SME emergono a tutt'oggi dalle considerazioni di due punti, tra loro peraltro strettamente collegati; la coordinazione delle politiche economiche e monetarie, tanto più necessaria in presenza di una crescente instabilità del dollaro e la attivazione di una politica comune nei confronti di quest'ultimo. Il solo interrogarsi delle attuali compatibilità tra le politiche adottate nei vari paesi, dimostra che è lontana la prospettiva di una piena attuazione di regole del gioco che assicurassero una maggiore simmetria negli oneri di aggiustamento e che aveva portato, tra l'altro, alle proposte dell'indicatore di divergenza. Se la logica prevalente è tutt'ora quella della non cooperazione occorre allora chiedersi quale siano i limiti entro i quali politiche indipendenti dei paesi SME siano compatibili e soprattutto quanto le attuali tendenze delle economie interessate permetteranno la sopravvenuta degli accordi di cambio.

Con i rischi che le schematizzazioni comportano si può osservare che le priorità negli obiettivi di politica economica dividono attualmente i paesi dello SME in due gruppi distinti: quelli che desiderano principalmente un contenimento dell'inflazione e quelli che privilegiano il mantenimento della competitività. Ciò implica, per i primi, perseguire l'obiettivo di un cambio stabile, tendente alla rivalutazione nei confronti del dollaro ed eventualmente nei confronti di quei paesi da cui è possibile, data la struttura del commercio internazionale, importare inflazione e, per i secondi, non contrastare un indebolimento della propria valuta, in presenza di una più elevata propensione all'inflazione. All'interno del primo gruppo è poi possibile trovare ulteriori fonti di attrito che possono condurre a pressioni perché il paese a valuta dominante non rivaluti, da parte di paesi che intendono mantenersi agganciati e che sarebbero altrimenti sottoposti a sforzi eccessivi (è il caso dei rapporti tra le valute tedesca e quelle bengala e olandese). Il secondo gruppo invece sembra non potersi considerare tale, diverse essendo le posizioni di paesi come l'Italia e la Gran Bretagna, tanto in termini di vincoli di pagamenti (soprattutto energetici) che di importanza finanziaria, che di obblighi da rispettare nei confronti dello SME.

Si aggiunga poi che, ove si potesse ammettere una qualche convergenza sulle priorità di politica economica, differenze

crescenti nel tempo delle strutture economiche e dei loro gradi di apertura, che si traducono in diversi impatti inflazionistici e deflazionistici di shock esogeni, richiedono sforzi di assai diversa intensità e natura per poter ottenere una convergenza verso un comune tasso di inflazione e/o verso un comune tasso di crescita, ammesso che questi siano veramente tali e non semplicemente quelli dei valori più bassi. Sforzi assai difficilmente coronabili da successo in assenza di quelle "misure parallele" che dovevano costituire almeno un avvio di politiche economiche atte a ridurre, in una prospettiva non recessiva, le differenze tra le economie partecipanti agli accordi. Nel frattempo si può riflettere sulle conseguenze che la mera estrapolazione delle attuali tendenze dei differenziali di inflazione tra i paesi CEE potranno avere, in termini di perdita di competitività, sulla capacità degli accordi a resistere a nuovi non marginali riallineamenti (se non a vere e proprie defezioni). Le prospettive per l'economia italiana sono nuovamente poco favorevoli sotto questo aspetto. Non sembra però necessario, in un contesto generale assai ricettivo alla formazione di aspettative pessimistiche, alimentare allarmismi sulla difendibilità della attuale posizione della lira nello SME in presenza di un forte attivo di bilancia dei pagamenti, che non dovrebbe invertirsi di segno neanche nell'anno in corso, e di un consistente accumulo di riserve.

E' anche vero che tali aspettative potranno facilmente trovare una verifica ex-post in assenza di interventi, di livello nazionale e sovranazionale, atti a sfruttare i sempre più esigui margini di manovra disponibili.

In assenza di un ritrovato impegno comune da parte dei paesi dello SME la ricerca e la messa in atto di politiche indipendenti nei confronti del dollaro non potrà che pagarsi con continui riallineamenti all'interno del sistema, e che potrebbero sancirne la definitiva fine. D'altro canto una situazione di irrequietezza del dollaro, cui la mancanza di una politica comune da parte della CEE non potrà che fornire ulteriori impulsi, sarebbe essa stessa fonte di instabilità interna allo SME. Non si può escludere che, malgrado l'oro e le materie prime, i movimenti di fondi in allontanamento dal dollaro si dirigano prima o poi verso alcune monete dello SME accentuando gli attriti tra queste e le rimanenti.

3 - Ulteriori focolai di instabilità vanno ricercati, secondo opinione comune, negli sviluppi dei mercati finanziari internazionali.

Il 1977 e il 1978 sono stati caratterizzati da una prevalente condizione di "borrower's market". La abbondante liquidità, proveniente tanto dal deficit USA che dal reimpiego sui mercati dei dollari acquistati dai paesi eccedentari, in presenza di una diminuita domanda proveniente dai paesi industrializzati grazie al miglioramento dei loro conti con l'estero, si è incontrata con una domanda proveniente in misura crescente dai paesi sottosviluppati, compresi i paesi OPEC, e in "via di industrializzazione", che hanno così finanziato gli squilibri nei loro conti con l'estero, accumulando altresì riserve in eccesso all'immediato fabbisogno ed evitando così che il finanziamento dei deficit dovesse dipendere dalle concessioni di prestiti da parte del FMI e dalle conseguenti imposizioni di "condizionalità" sulla propria politica economica. Le condizioni favorevoli ai prestatori si sono manifestate in una diminuzione media degli "spreads" nonché in un restringimento dei valori estremi degli stessi, tra quelli praticati ai clienti più sicuri e quelli praticati ai clienti più rischiosi; si sono inoltre allungate le durate medie delle scadenze dei crediti concessi.

Dal '78 al '79 queste tendenze si sono mantenute e rafforzate. A fronte di un riassorbimento del deficit USA il tendenziale riequilibrio dei pagamenti nell'area OCSE (che però stanno nuovamente deteriorandosi) ne ha diminuito la domanda netta di crediti facendo così aumentare quelli concessi ai paesi non appartenenti a quest'area. Va però ricordato che tra questi ultimi un ristretto numero di paesi (Brasile, Messico, Venezuela, Hong Kong tra gli altri) ricopre più di due terzi del totale dei crediti concessi.

La generalizzazione alle tendenze restrittive nei mercati monetari nazionali, a cominciare da quelli USA, nonché gli accordi dei paesi del gruppo dei dieci a non ridepositare le proprie riserve sugli euromercati potrebbe ripercuotersi, almeno in parte, sulle condizioni di offerta generali invertendo le condizioni favorevoli ai prenditori, mentre i nuovi consistenti aumenti dei prezzi del petrolio potrebbero generare peggioramenti nei problemi di finanziamento dei deficit, soprattutto nei paesi del Terzo Mondo in presenza della scadenza contemporanea di una consistente quota dei crediti. Si fa notare che l'accumulo di riserve che tali paesi hanno effettuato negli anni trascorsi dovrebbe costituire, almeno nel breve periodo, una garanzia sufficiente a fornire i mezzi di finanziamento mentre, ove do

vessero mantenersi le preferenze dei paesi OPEC a investire a breve i propri surplus sugli euromercati, sarebbero non compromesse le disponibilità dal lato dell'offerta. Si controbatte che se questo può essere possibile nel breve periodo, una crescente domanda da parte di tutti i paesi importatori di petrolio a fronte delle nuove condizioni nei mercati energetici potrebbe invertire, in misura e in tempi non facilmente assorbibili, le condizioni a favore dei paesi prenditori.

Per queste e per altre considerazioni da molte parti sono state avanzate preoccupazioni su crescenti pericoli di insolvenza da parte dei debitori, che potrebbero coinvolgere seriamente la stabilità di un mercato del credito in cui non è presente un prestatore di ultima istanza. Desta infatti preoccupazione la già ricordata elevata concentrazione dei crediti in un ristretto numero di paesi che, per questa stessa ragione, aumenterebbe il rischio di insolvenza. Non se ne dovrebbe però necessariamente dedurre un comportamento delle banche poco attento alla valutazione dei rischi-paese e una conseguentemente necessaria esigenza di diversificazione degli impieghi. Una recente indagine sulla graduatoria di "credit worthiness" dei prenditori, compilata dalle banche operanti sugli euromercati, mostra come i paesi a maggiore indebitamento, in generale si collochino, nell'ambito di quelli non OCSE, ai primi posti, a parziale conferma che i criteri di valutazione dei rischi-paese sembrano in gran parte non incoerenti con le decisioni di concedere crediti. La vera questione è, semmai, capire se i criteri di valutazione sono, in sé, quelli che garantiscono il minimo rischio di insolvenza. Prescindendo dagli aspetti di natura extra-economica (che pure hanno e hanno avuto la loro rilevanza, valga per tutti il caso dell'Iran) sembra emergere che il "paese modello" a cui concedere crediti, al di fuori del novero di quelli industrializzati, sia caratterizzato da una economia esportatrice, di materie prime pregiate, o di beni manufatti ad elevata competitività, a forte propensione all'investimento nei settori export-oriented e tale quindi da creare, nel medio periodo, essa stessa le risorse per onorare gli impegni assunti, dando vita a un circolo virtuoso finanziamento-crescita-maggiore finanziamento. In simili condizioni le aspettative di ripagamento del debito che le banche riformano finiscono per autoalimentarsi, e almeno nel breve periodo, verificarsi export. Si potrebbe casomai sostenere che nei comportamenti delle eurobanche potrebbero nascondersi elementi di "illusione finanziaria" laddove vengono da queste privilegiati quei paesi con soddisfacenti ammontari di riserve, frutto, come si è detto, esse stesse di crediti concessi, innescando elementi di viziosità nei circoli

virtuosi del credito. E' ovvio d'altronde che la probabilità di un ripagamento dei debiti è fortemente vincolato al verificarsi sui mercati internazionali di condizioni tali da garantire una crescita delle esportazioni dei paesi debitori. Non è detto che tali condizioni possano perpetuarsi indefinitamente in una situazione dell'economia internazionale che mostra segni di recessione e di maggiori squilibri nei pagamenti petroliferi, aumenti di competitività generalizzata e recrudescente protezionismo. Tali sviluppi potrebbero in definitiva compromettere quei programmi di investimento che, nei paesi prenditori, dovrebbero formare la garanzia di base, a parità di risorse naturali disponibili, per il ripagamento del debito.

L'aumento della dimensione degli euromercati e soprattutto l'uso che della liquidità da esso proveniente è stata fatta del mercato internazionale, hanno riproposto nel 1979, con maggiore insistenza rispetto al passato, le esigenze di un loro controllo. Si sostiene da lungo tempo e con argomentazioni oramai ben note che nei comportamenti dei medesimi sono insite forze che potrebbero diventare fortemente destabilizzanti e pericolose per la stessa sopravvivenza delle relazioni economiche e finanziarie internazionali. Da una parte troppo peso sarebbe stato accollato sul sistema di intermediazione finanziaria negli anni '70, costretto a fronteggiare, oltre al rischio-paese, quello connesso al differente profilo temporale di debiti e crediti e quello connesso alle oscillazioni dei cambi. Dall'altra gli stessi intermediari finirebbero, col loro comportamento, di alimentare almeno parte di tali rischi. Oltre alla non sufficiente cautela nel concedere crediti sono ben note le accuse rivolte ai mercati finanziari di alimentare i movimenti speculativi, che amplificano le oscillazioni delle valute, mentre l'eccessiva espansione monetaria accrescerebbe le pressioni inflazionistiche e la loro trasmissione internazionale, indebolendo le capacità di controllo delle autorità monetarie. Si sostiene inoltre, che il finanziamento, piuttosto che il ripianamento dei deficit di bilancia, debba essere considerato un indice di scarso rigore nella condotta della politica economica e, come tale, combattuto. Da altre parti il medesimo argomento viene portato invece a favore di un mantenimento dell'attuale ruolo degli euromercati come strumento atto ad evitare recessioni ancora più gravi di quella del '74-'75.

Da molte parti si fa inoltre notare che la crescita dell'euromercato si è avuta perché essa ha, nei fatti, soddisfatto meglio di altre soluzioni avanzate attraverso canali istituzionali, le esigenze espresse dagli operatori, privati e pubblici,

al finanziamento dello sviluppo.

Le migliori condizioni, tanto per i borrowers, che per i lenders, rispetto ai mercati nazionali, la dimensione stessa dei fenomeni di squilibrio che dopo il '73 è stato necessario in qualche modo fronteggiare, e che non era tale da poter essere gestita dai meccanismi di finanziamento ufficiale, hanno creato un interesse generale per l'accrescimento delle attività degli euromercati. E, si sostiene, qualunque tentativo di porre controlli alle strutture di intermediazione sfocerà inevitabilmente in un fallimento essendo il mercato stesso in grado di trovare soluzioni e canali nuovi per mantenere, e sviluppare la intermediazione. In tale caso poi, sarebbero danneggiati principalmente quei paesi che attualmente, dalla attività di intermediazione, traggono non irrilevanti profitti.

E' comunque diffusa l'impressione che la vera questione non stia nella limitazione, della attività di intermediazione finanziaria privata, quanto nel colmare, con provvedimenti concordati e con gli opportuni strumenti istituzionalmente attivati, quelle domande di governo delle relazioni economiche monetarie internazionali a cui fino ad ora è stata data una risposta in gran parte solo dalle "spontanee" forze di mercato, della cui stabilità nel medio periodo è lecito perlomeno dubitare.

4 - L'instabilità e la complessità delle vicende monetarie di questi anni sconsigliano di formulare previsioni facilmente smentibili dai fatti. Ciò che si può tentare, superficialmente e schematicamente, è un collegamento delle questioni sul tappeto con le cause più di fondo che le hanno fatte emergere.

L'elemento da cui pare irrinunciabile partire è la crescente debolezza del dollaro. La gravità di tale debolezza non va ricercata tanto nel continuo deprezzamento della valuta americana quanto nel fatto che ad esso non corrisponde il rafforzamento di qualcosa d'altro, valuta nazionale o altro mezzo finanziario, che se ne possa presentare come il "naturale" sostituto. Al contrario la fuga del dollaro è grave perché non si indirizza verso una destinazione stabile e definitiva ma trova, di volta in volta, punti di convergenza precari. La costellazione di alternative al dollaro che, più o meno periodicamente, viene generata dalle scelte di mercato è poi essa stessa generatrice di instabilità perché non contrassegnata da una mutua compatibilità delle scelte medesime.

Questa situazione va fatta risalire alle molteplici funzioni che il dollaro ricopre, ciascuna delle quali vive di una vita autonoma e allo stesso tempo fortemente influenzata dalle rimanenti.

Il dollaro a scopo di transazione è andato negli ultimi anni rapidamente perdendo quota a favore di altre valute (soprattutto marchi e yen). Tale tendenza trova origine nella caduta della quota del commercio USA su quello mondiale, così come del suo reddito nazionale, che si è accompagnata ad una crescente apertura dell'economia americana. Il dollaro è andato anche perdendo quota come valuta utilizzata a scopo di fatturazione tra paesi terzi mentre si va consolidando la tendenza alla fatturazione nella valuta del paese esportatore. Anche per questo ne è risultata una diffusione crescente dell'uso di monete di paesi a forte saldo commerciale esportatori di manufatti, con l'eccezione di Gran Bretagna e Italia, mentre i paesi esportatori di petrolio hanno continuato a fatturare il loro prodotto in dollari malgrado, come è noto, siano crescenti le tentazioni a cessare una tale pratica, per una fatturazione basata sia sull'oro sia su una combinazione di strumenti di pagamento.

Se il ruolo commerciale della valuta americana va progressivamente perdendo terreno rimane ancora assai solido il suo ruolo di strumento finanziario. L'estensione e la efficienza dei mercati finanziari internazionali a base statunitense e, fino ad oggi, l'opposto atteggiamento delle autorità monetarie degli USA e dei paesi a moneta forte nell'alimentare la diffusione di xenomercati nella propria valuta, hanno fatto sì che la quota in dollari degli euromercati sia rimasta a tutt'oggi sostanzialmente stabile.

La composizione delle riserve ufficiali, dal '70 ad oggi, ha visto notevolmente accrescere la componente in valuta, all'interno di questa è cresciuta la quota del DM, è caduta verticalmente quella della sterlina, mentre è cresciuto il peso relativo e assoluto del dollaro. Anche in questo caso la natura composita della moneta americana può spiegare la apparente contraddizione. Ingenti surplus e ingenti deficit petroliferi hanno alimentato offerta e domanda di riserve in dollari mentre, soprattutto negli ultimi due-tre anni, l'offerta della valuta americana è stata alimentata dagli interventi che le autorità monetarie di altri paesi effettuavano a sostegno della stessa.

La diminuzione della necessità di mantenere la propria valuta agganciata al dollaro e di detenerne quindi ammontari suf-

ficienti hanno invece contribuito a diminuire il peso della valuta americana nelle riserve dei paesi estranei al gruppo dei 10. L'abbandono dei cambi fissi ha introdotto uno spettro di regimi a fluttuazione intermedia, la cui instabilità crescente ha aumentato il fabbisogno di strumenti di intervento. La domanda di dollari a tale scopo si è però diversificata per i gruppi di paesi in base alla scelta del regime e della valuta di riferimento.

La vicenda dell'oro è forse la dimostrazione più lampante della pressoché totale perdita di ruolo di fondo di valore da parte del dollaro. Ancora una volta risulta chiaro come sia la mancanza di alternative a determinare comportamenti e risultati fortemente destabilizzanti sui mercati internazionali. In questo caso però la questione si presenta più complessa.

In primo luogo la corsa all'oro non è che l'elemento più appariscente di una fuga generale delle monete verso beni reali (metalli preziosi e materie prime) in una situazione di inflazione non decrescente. In secondo luogo essa è l'indicatore più vistoso della crescente incapacità del mercato internazionale di dar vita ad un incontro stabile tra centri di risparmio e di investimento indipendenti. La preferenza per la liquidità e per gli investimenti a breve termine dell'economia internazionale è fortemente aumentata essendo allo stesso tempo diminuita la propensione generale all'investimento, d'altro canto la continua sconfitta sul fronte del contenimento dell'inflazione impedisce che la liquidità possa trovare nella principale moneta internazionale una destinazione stabile, mentre le monete più difese dall'inflazione sono finora state sottratte al ruolo di fondo di valore dalle autorità emittitrici. E' alla compresenza continua e crescente di stagnazione e inflazione che potrebbe dunque farsi risalire questo aspetto centrale della crisi del dollaro, mentre gli altri aspetti potrebbero essere riconducibili alle modificazioni dei flussi internazionali di capitali e di merci, alle reazioni degli operatori agli shocks petroliferi e alla disgregazione del sistema dei cambi fissi.

Proseguire su una simile linea di indagine richiederebbe entrare nel merito della, tutt'ora intricata, crisi del sistema economico internazionale affrontando argomenti non di pertinenza di questa relazione. E' opportuno invece ritornare a considerare la situazione generale delle relazioni monetarie e valutarie.

Dalla osservazione degli eventi del 1979 esce rafforzata

la convinzione che l'andamento dei cambi è il frutto dell'intricccio, spesso assai difficile a distinguere con nettezza e ancora più difficile a prevedersi, di due ordini di fenomeni. Da un lato gli andamenti relativi dei tassi di crescita delle economie e i conseguenti saldi commerciali che, nel caso degli USA, ma in misura crescente anche del Giappone e della Germania, servono a riequilibrare i più stabili flussi di investimenti diretti in uscita; dall'altro lato i processi di formazione delle aspettative, più o meno "razionali", in grado di mobilitare ammontari crescenti di fondi, che gli stessi saldi di base concorrono ad alimentare, in cerca di impieghi a breve termine.

I saldi commerciali sembrano dipendere, a loro volta, a parità di livelli di attività, dalle caratteristiche strutturali delle economie: oltre alla dipendenza degli approvvigionamenti di materie prime, soprattutto di energia, assumono rilevanza, specie per l'economia americana, la vulnerabilità alla penetrazione commerciale e la lentezza con cui l'industria riesce a sfruttare gli aspetti positivi della progressiva apertura e della maggiore competitività della moneta, mentre risultano rafforzate, a parità di altre condizioni, quelle economie che hanno basato su tale apertura il loro sviluppo post-bellico.

I movimenti di fondi a breve termine sembrano sempre più influenzati dalle aspettative sui tassi di cambio, tenuto conto dei differenziali di interesse corretti per i differenziali di inflazione presenti e attesi.

L'andamento dei saldi di base dei paesi dell'area OCSE dopo la crisi del petrolio del '73-'74 è frutto delle diverse risposte che tali paesi hanno dato alla medesima; ne sono derivati andamenti divergenti dei tassi di cambio in un regime di generalizzata flessibilità. Gli ampi surplus petroliferi, sia pure riassorbiti, hanno alimentato a tutto il 1978, grazie all'efficacia dei mercati finanziari internazionali, a un tempo processi di riaggiustamento dei deficit dei paesi importatori a fondi finanziari altamente liquidi, originariamente denominati in dollari ma che hanno iniziato ad abbandonare la valuta americana quando gli andamenti del saldo di base e del differenziale di inflazione USA ne hanno innescato aspettative di svalutazione. I movimenti del cambio del dollaro nei confronti delle altre valute che ne sono derivati hanno notevolmente sorpassato gli andamenti giustificati dai meri andamenti dei saldi di base e spesso hanno trovato la loro giustificazione ex-post nei differenziali di inflazione. Le capacità di riequilibrio che le variazioni dei tassi di cambio reali effettivi hanno mostrato

sono state probabilmente inferiori alle aspettative teoriche ma, in più di un caso, non trascurabili. La loro efficacia è stata spesso diminuita dalla forte erraticità dei tassi di cambio nominali, indotta dagli spostamenti dei fondi a breve termine.

Le spinte destabilizzanti hanno alimentato i fabbisogni di riserve delle banche centrali, aumentandone inoltre tanto per ragioni di mutamenti delle vie commerciali che di difesa dei rendimenti reali, la diversificazione. In generale, e come gli eventi del '78 e del '79 sembrano non smentire, l'abbandono del sistema a cambi fissi, pur permettendo un maggior grado di flessibilità al mercato, non ha generato le condizioni per un assetto ordinato delle relazioni economiche internazionali.

I tentativi da parte delle istituzioni di dare a tale assetto la struttura di un vero sistema si sono scontrati tanto contro difficoltà obiettive che contro scarsa volontà di cooperazione. A tutt'oggi e in presenza di nuovi problemi generati dalla "seconda crisi petrolifera", tale volontà non sembra ancora prevalere sulla erraticità degli eventi.

5 - Di fronte al nuovo aumento dei prezzi del greggio l'insieme dei paesi industrializzati presenta, rispetto al 1973, nel complesso un migliore equilibrio nei propri conti con l'estero. E' però assai difficile pensare che i paesi OPEC possano costituire, come negli anni successivi al '74 un ampio mercato di assorbimento di importazioni provenienti dai paesi consumatori e che ha permesso un ripianamento dei loro attivi entro il 1978. Le strategie di investimento dei paesi produttori stanno privilegiando una crescita della produzione legata a obiettivi di sviluppo interno inferiore a quello desiderabile dei paesi OCSE. Le limitazioni sull'offerta presenti e future non potranno non ripercuotersi sui tassi di aumento dei prezzi del greggio, alimentando le spinte inflazionistiche a parità di tassi di crescita e, con esse, i desideri di diversificazione dei possessori di fondi.

Più difficilmente, inoltre, i deficit dei paesi sottosviluppati potranno essere finanziati dai mercati internazionali con la stessa intensità del passato. Farà sentire i suoi effetti negativi la concentrazione dei crediti presso un gruppo di paesi ad elevata importazione di petrolio perché a più rapida crescita, i quali vedranno aumentato il loro fabbisogno di finanziamenti al nuovo scopo di non ostacolare gli attuali programmi di investimento.

In presenza di una situazione internazionale fortemente caratterizzata da spinte destabilizzanti le strade perseguite nell'immediato per contrastarle sembrano essere unicamente quelle del contenimento dei livelli di attività e delle restrizioni monetarie, allo scopo di comprimere i deficit di parte corrente e frenare aspettative inflazionistiche, mentre ci si possono attendere accelerazioni del protezionismo strisciante. La tendenza a perseguire simili strade, si avverte da più parti, avrebbe conseguenze recessive ben più gravi di quelle del '75-'76.

La gravità della crisi in alcuni, insufficienti, casi ha indotto le autorità dei maggiori paesi ad assumere atteggiamenti responsabili o ad accentuare il proprio senso di responsabilità. L'esempio forse più clamoroso è l'abbandono, da parte del governo USA, dell'interessato disinteressamento nei confronti della propria moneta con le decisioni del Novembre '78 e dell'Ottobre '79. Esso si accompagna ai continui e crescenti accordi con i paesi a valuta forte per interventi a sostegno del dollaro, tanto in termini di accordi bilaterali, che di impegni a limitare il processo di diversificazione delle proprie riserve e di contenimento degli impieghi sugli euromercati. In altri casi, come quello del recente atteggiamento del Giappone, non si è invece esitato a usare la via della svalutazione competitiva quando obiettivi di carattere interno ma di orizzonte temporale limitato la rendevano desiderabile.

Il perseguimento di obiettivi di stabilità generale non è stato finora senza costi come dimostrano le vicende dello SME.

Il ruolo dei paesi CEE nel processo di stabilizzazione si è dimostrato particolarmente difficile, vista la non superata divergenza di obiettivi immediati, ma rimane cruciale. La quantità di dollari presente nelle riserve di questi paesi costituisce un incentivo assai forte ad attivare operazioni di difesa della moneta americana. La resistenza del paese più forte a diventare emettitore di moneta di riserva ne costituisce una ulteriore spinta ma anche, finora, un ulteriore elemento di disaccordo a causa della divergenza, già ricordata, degli atteggiamenti dei paesi dello SME, nei confronti del dollaro. La linea di condotta della Bundesbank, tendente ad evitare tanto eccessivi deprezzamenti che eccessivi apprezzamenti della valuta americana rappresenta certamente un esempio di comportamento stabilizzante; meno stabilizzanti nel medio periodo sembrano però le resistenze ad assecondare la domanda di marchi in base alle motivazioni che un sistema a più valute di riserva finirebbe per aumentare le spinte centrifughe. Su tali motivazioni si può, a

certe condizioni, concordare. Si può inoltre convenire sugli oneri che l'ufficializzazione del marco quale valuta di riserva comporterebbe alla Germania in termini di controllo della liquidità interna, non essendo perseguibile, dato il grado di apertura, un atteggiamento di benign neglect. Non sarebbero inoltre trascurabili le spinte deflattive per altri paesi, in presenza di un eventuale "DM shortage" a fronte del quale una sostenuta domanda della valuta tedesca finirebbe per danneggiare la competitività di quella economia. Occorre però ricordare come la tendenza alla diversificazione, dei dollari verso marchi, sia un fatto (soprattutto nei paesi non appartenenti al gruppo dei dieci) e che inoltre il rifiuto di accettare ufficialmente il ruolo di riserva alla valuta tedesca non può risolversi nel conservare tale ruolo unicamente al dollaro.

Il dibattito accesosi sulla istituzione di un conto sostituzione di dollari in DSP e gestito dal FMI, allo scopo di drenare l'eccesso di valuta americana e neutralizzare il potenziale destabilizzante di queste masse di manovra (mutando quindi la composizione, ma non il livello, delle riserve mondiali) è un ulteriore esempio di pressanti esigenze non accompagnate da buone intenzioni. Le caratteristiche di liquidità e stabilità del valore reale, che dovrebbero rendere gli SDR attraenti e credibili strumenti di investimento - che come ha ricordato De Larosiere alla assemblea di Belgrado - sembrano dipendere in primo luogo dalle politiche monetarie seguite in futuro dagli USA, sui cui mercati finanziari il FMI reinvestirebbe i dollari così ottenuti, cercandovi di trarre i profitti atti a finanziare il conto sostituzione, e dunque dalla attiva volontà degli USA, non solo a salvaguardare il valore interno ed esterno della moneta, ma a collaborare al processo di diversificazione.

Sono state però avanzate anche altre proposte atte a favorire tentativi di controlli sovranazionali dei problemi sul tappeto. Tra l'altro è stata suggerita, da autorevoli osservatori, l'ipotesi che si possa fare dell'ECU uno strumento di sostituzione dei dollari. Una simile proposta ci riporta alle considerazioni sul divario tra i propositi che avevano portato agli accordi costitutivi dello SME e l'effettivo andamento dello stesso. In particolare si deve riflettere sul fatto che la scelta di privilegiare gli aspetti valutari degli accordi, dimenticando il ruolo delle misure parallele di sostegno e di una nuova politica di bilancio su basi comunitarie, non si è rivelata certamente in grado di resistere agli eventi in mancanza di una condotta comune nei confronti degli avvenimenti monetari esterni e in particolare delle vicende del dollaro. Una prima

notazione che sorge è che un ruolo attivo dello SME, tramite l'ECU e il futuro Fondo Monetario Europeo, presuppone un accordo interno tra i paesi aderenti su una politica comune che non sia semplicemente quella del paese più forte. Una simile politica, a sua volta non potrà limitarsi agli accordi monetari se a sostenerli e a renderli coerenti non saranno attivati indirizzi atti a rendere le economie europee stabili nella crescita e non nella stagnazione.

La volontà di una effettiva cooperazione può essere immediatamente messa alla prova dai problemi posti dall'accumulo di nuovi surplus petroliferi. Anche chi considera utopistici progetti per un nuovo ordine economico internazionale insiste sulla necessità di attivare meccanismi tali da rendere gli incassi per le esportazioni di greggio non fonte di volatili movimenti finanziari ma di finanziamento per processi di crescita dei paesi importatori (e con essi degli stessi esportatori). Ciò è tanto più urgente se si richiama nuovamente l'attenzione sul fatto che ben difficilmente processi di aggiustamento come quelli del '76-'78 potranno ripetersi, se non a prezzo di una recessione assai più grave di quella di cinque anni orsono. In una situazione simile, in cui non è possibile pensare a soluzioni individuali che non siano anche estremamente miopi, l'Europa può mettere in opera strumenti tecnici idonei a una soluzione non punitiva del problema a patto che la volontà politica sia sufficiente a sostenerla. L'orizzonte della crisi petrolifera degli anni '80 si presenta più cupo di quello della crisi del '73, non solo perché sono più difficilmente ripercorribili le strade imboccate nella seconda metà degli anni '70, ma soprattutto perché un decennio di instabilità economica e monetaria ha reso a un tempo più difficile la cooperazione e più breve l'orizzonte temporale entro il quale è possibile e realistico prendere decisioni, mentre diventano più urgenti politiche ad ampio respiro. La posizione in cui il nostro, come altri paesi, si presenta a questa partenza permette però, a differenza di allora, di non figurare nelle vesti di chi chiede unicamente sostegno ma di chi si può fare promotore di una politica comune e perciò meno miope, oggi, di qualunque politica di stampo angustamente nazionale. La gravità dei problemi, d'altra parte, dovrebbe aver convinto che solo una soluzione comune e concordata può costituire un ostacolo al progressivo deterioramento delle condizioni, non solo economiche, internazionali.

iai ISTITUTO AFFARI
INTERNAZIONALI - ROMA

n° Inv. 1119

BIBLIOTECA