

I PROBLEMI MONETARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

di Piercarlo Padoan

1. Le Relazioni MacroeconomicheIl sistema di Bretton Woods e la sua crisi

Il sistema di Bretton Woods prende il nome della località nella quale, nel 1944, ne sono state gettate le fondamenta in una conferenza internazionale in cui i principali negoziatori erano J.M. Keynes per la Gran Bretagna e H.D. White per gli Stati Uniti.

Tale sistema ha permesso e sostenuto un periodo di crescita e di stabilità che non ha eguali nella storia, anche se la sua durata è stata relativamente breve (la sua fine infatti si colloca nel 1971 quando è stata dichiarata la inconvertibilità ufficiale del dollaro). Il sistema di Bretton Woods era formalmente un sistema del tipo "gold exchange standard" (a cambio aureo). Ciò significava che i mezzi di pagamento internazionali erano rappresentati sia dall'oro che dalle valute nazionali di due paesi, gli Stati Uniti e la Gran Bretagna.

Seguendo un suggerimento di Keynes fu anche decisa l'istituzione di una moneta sovranazionale, il Diritto Speciale di Prelievo il cui ruolo rimane però tutt'oggi marginale.

Gli accordi di Bretton Woods stabilivano un rapporto fisso tra valuta di riserva (dollaro) e oro. Tale valuta era, inoltre, prontamente convertibile in oro; cioè gli Stati Uniti si impegnavano a cedere oro, proveniente dalle proprie riserve, contro dollari alle banche centrali di altri paesi che ne avessero fatto richiesta.

Le valute degli altri paesi, a loro volta, erano legate alla valuta di riserva con un tasso di cambio fisso (parità monetaria). In altri termini veniva fissava la quantità di valuta di ogni singolo paese (ad esempio lire) necessaria per ottenere in cambio una unità di valuta di riserva (dollari).

La domanda di valuta estera è generata da tutte quelle transazioni che danno vita a pagamenti verso l'estero (importazioni di merci e servizi, movimenti di capitale in uscita, cioè acquisizione di attività finanziarie estere). L'offerta di valuta estera proviene invece da tutte quelle transazioni che danno vita a incassi dall'estero (esportazioni di merci e servizi,

movimenti di capitale in entrata, cioè acquisizione di attività finanziarie nazionali).

Ne segue che un saldo della bilancia dei pagamenti positivo (surplus) equivale a un eccesso di offerta di valuta estera nei confronti della domanda e quindi comporta una pressione alla rivalutazione del tasso di cambio e viceversa nel caso di saldo negativo (deficit) della bilancia dei pagamenti. In un regime a tassi di cambio fissi le autorità monetarie nazionali (che nel nostro paese sono la Banca d'Italia e l'Ufficio Italiano Cambi) si impegnano a colmare la differenza tra domanda e offerta di valuta estera per evitare che il prezzo della valuta estera venga alterato. Ciò implica che, nel caso di domanda superiore all'offerta, le autorità monetarie cedano valuta estera e che ne acquistino nel caso contrario.

In un sistema a tassi di cambio fissi, quindi, le autorità monetarie facevano accrescere o diminuire le proprie riserve internazionali. Queste erano composte oltre che dalle valute di riserva, anche dall'oro monetario (distinto dall'oro utilizzato per scopi commerciali) e dalla posizione di riserva nei confronti del Fondo Monetario Internazionale. Poiché le riserve internazionali di un paese sono limitate, per un paese la possibilità di mantenere un tasso di cambio fisso richiedeva che un deficit di bilancia dei pagamenti non perdurasse troppo a lungo e/o non fosse di ammontare troppo elevato. In altri termini un paese non si poteva permettere di spendere sistematicamente all'estero più di quanto riuscisse a incassare.

La situazione era qualitativamente diversa nel caso opposto.

Un paese poteva assai più facilmente spendere sistematicamente meno di quanto incassava, cioè mantenere dei surplus di bilancia dei pagamenti che accrescevano le riserve del paese.

Gli accordi di Bretton Woods prevedevano che i tassi di cambio potessero fluttuare solo entro margini assai ristretti attorno a una parità centrale prestabilita. Questa parità poteva essere variata solo in caso di "squilibrio fondamentale" (cioè di una sistematica diversità tra offerta e domanda di valuta estera); sistema di adjustable peg. In realtà il concetto di squilibrio fondamentale rimane ambiguo e il meccanismo di variazione delle parità non fu mai realmente utilizzato. Quando il ricorso a tale meccanismo si rese improrogabile l'intero sistema cessò - di fatto - di funzionare.

Un sistema monetario internazionale non è però basato unicamente su accordi di cambio ma anche, anzi essenzialmente, costituisce un meccanismo di creazione e distribuzione della liquidità internazionale. Nel caso del sistema di Bretton Woods il meccanismo centrale riguardava la creazione di dollari, in quanto valuta di riserva internazionale. Questi venivano distribuiti al resto del mondo in base all'andamento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Un deficit (surplus) di quest'ultima dava vita a un aumento (diminuzione) della liquidità internazionale. Simmetricamente un paese in surplus - diverso dagli Usa - acquisiva strumenti di pagamento internazionale.

Un simile sistema poteva svilupparsi in quanto presentava dei vantaggi sia per il (principale) paese a valuta di riserva che per i paesi restanti. Gli Stati Uniti, in quanto paese creatore di valuta di riserva, non incorrevano, a differenza degli altri paesi, nel vincolo rappresentato dalla scarsità di liquidità internazionale; tale posizione privilegiata permetteva così agli Stati Uniti di sfruttare il signoraggio nei confronti degli altri paesi. Questi ultimi (essenzialmente i paesi dell'Europa Occidentale e del Giappone) traevano vantaggio dalla partecipazione al sistema di Bretton Woods, in quanto questo permetteva loro di trarre vantaggio dalla espansione dell'economia internazionale, finanziata dalla distribuzione di liquidità operata dagli Stati

Uniti (sia tramite la crescita della propria economia che tramite un cospicuo programma di prestiti e aiuti culminati nel Piano Marshall). I cambi fissi, inoltre, garantivano un quadro di stabilità e di certezza agli scambi internazionali in un contesto in cui i movimenti di capitale ricoprivano, sia qualitativamente che quantitativamente, un ruolo subordinato rispetto ai flussi commerciali.

Il sistema di Bretton Woods è ufficialmente cessato di esistere nell'agosto 1971 con la dichiarazione di inconvertibilità in oro del dollaro. In base a tale decisione, unilateralmente adottata dalla amministrazione Nixon, gli Stati Uniti si rifiutavano di convertire in oro i dollari che gli altri paesi detenevano nelle loro riserve. In questo modo veniva meno la base che, almeno formalmente, permetteva il funzionamento del sistema. Non è possibile discutere in questa sede le ragioni che hanno portato alla fine degli accordi di Bretton Woods. E' comunque utile ricordare che tale sistema è terminato in quanto è venuta meno, tanto da parte degli Usa che da parte dei restanti paesi industrializzati, la convenienza a rispettare gli obblighi previsti dagli accordi: rispettivamente la convertibilità del dollaro in oro e il mantenimento dei tassi di cambio fissi. Dopo la dichiarazione di inconvertibilità anche il regime di cambi fissi è crollato rapidamente, dopo che furono fatti alcuni tentativi di difendere il vecchio sistema stabilendo nuove parità per il dollaro e l'oro e tra la moneta statunitense e quelle degli altri paesi. Tali tentativi furono di breve durata. Le bilance dei pagamenti dei principali paesi industrializzati avevano, verso la fine degli anni '60, assunto andamenti assai squilibrati tra di loro. Si era venuta accentuando la differenza tra economie "forti" (come la Germania ed i paesi del Benelux e il Giappone) e le economie "deboli" (come la Gran Bretagna e l'Italia); le prime caratterizzate da bilance dei pagamenti tendenzialmente deficitari.

E' evidente che considerando il mondo nel suo complesso le bilance dei pagamenti saranno complessivamente in pareggio. Ne segue che a fronte di paesi in surplus ci saranno paesi in deficit. Tale differenza dipendeva da diverse "performances" dei meccanismi di sviluppo nazionali. In una simile situazione il mantenimento dei cambi fissi avrebbe richiesto un riaggiustamento degli squilibri esterni lungo le seguenti linee:

- a) una politica economica espansiva da parte dei paesi eccedentari (in surplus) che avrebbe fatto accrescere le importazioni (cioè le esportazioni dei paesi in deficit);
- b) una compressione della domanda da parte dei paesi deficitari che avrebbe comportato una diminuzione delle importazioni (cioè le esportazioni dei paesi in surplus);
- c) una combinazione delle due.

Esiste una asimmetria negli aggiustamenti delle bilance dei pagamenti; mentre un paese in surplus può continuare a mantenerlo accumulando riserve (anche se tale processo non può procedere indefinitamente), un paese in deficit è limitato dalla disponibilità delle proprie riserve. Ne segue che, se i paesi eccedentari non perseguono una politica espansiva (caso a), l'onere dell'aggiustamento ricadrà inevitabilmente sui paesi deficitari che dovranno restringere la loro domanda per comprimere le importazioni. Sulla situazione squilibrata che era maturata alla fine degli '60 si scaricò, nel 1973, il drammatico aumento dei prezzi del petrolio che aggravò in misura notevolissima gli squilibri delle bilance dei pagamenti dei paesi importatori di petrolio, industrializzati e non. Di fronte allo shock petrolifero ogni residuo tentativo di mantenere in vita tassi di cambio fissi fu travolto.

Nel resto del decennio le relazioni monetarie internazionali subirono profonde trasformazioni come vedremo meglio in seguito, che sono ancora in corso ma che non hanno portato, a tutt'oggi, alla edificazione di un nuovo sistema monetario internazionale inteso come sistema di regole generalmente accettate. In assenza di tali accordi le relazioni internazionali sono state (e sono) caratterizzate da un elevato grado di conflittualità economica tra i diversi paesi e da sviluppi di forme nuove della interazione tra forze di mercato e meccanismi istituzionali, che spesso hanno dato vita a fenomeni di instabilità diffusa e prolungata.

Una prima trasformazione ha riguardato l'abbandono del sistema a cambi fissi. A partire dal 1973 i tassi di cambio tra le valute dei principali paesi industrializzati sono entrati in un regime di flessibilità manovrata. In questo regime il prezzo della valuta estera varia in base all'eccesso di domanda che si formava sul mercato dei cambi esteri (e dunque in base al saldo della bilancia dei pagamenti) secondo il meccanismo sopra descritto. In questo caso parliamo di deprezzamento o di apprezzamento di una valuta, a seconda che essa diventi rispettivamente meno costosa (il tasso di cambio cresce) o più costosa (il tasso di cambio decresce) in termini di valuta estera.

Contrariamente a quanto avveniva in regime di cambi fissi non esiste infatti una parità centrale che le autorità monetarie si impegnano a difendere, per cui deprezzamento e apprezzamento non vanno, a differenza della svalutazione-rivalutazione, nè decisi e nè concordati, in quanto sono il risultato dell'andamento del mercato dei cambi. Tuttavia le autorità monetarie, anche in cambi flessibili, intervengono ugualmente sul mercato dei cambi esteri vendendo e comprando valuta allo scopo di "manovrare" l'andamento del tasso di cambio. Tale manovra rende il tasso di cambio uno strumento di politica economica che può essere utilizzato per governare il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Va notato però che non tutti i paesi hanno deciso di adottare, a partire dagli anni '70, un regime di fluttuazione manovrata. Molti paesi, soprattutto paesi in via di sviluppo, hanno preferito mantenere il proprio tasso di cambio "agganciato" nei confronti o di una valuta principale (come il dollaro, il franco francese, la sterlina), o di un "paniere" di valute (come il Diritto Speciale di Prelievo). Questo processo si è accompagnato a un'altra trasformazione che ha riguardato la modificazione degli strumenti di riserva internazionale. Alcuni paesi europei, inoltre, hanno dato vita a un accordo di cambio nell'ambito del sistema Monetario Europeo (SME) su cui torneremo più oltre.

Dopo la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, altre valute nazionali, oltre a quella americana, hanno assunto il ruolo di "valute di riserva", cioè sono state utilizzate per effettuare pagamenti internazionali e hanno cominciato ad essere detenute dalle autorità monetarie di paesi diversi da quelli di emissione. Le nuove valute di riserva vanno cercate tra le monete dei paesi come Germania e Svizzera che hanno goduto di forti e prolungati surplus (fa eccezione il Giappone la cui moneta, lo Yen, ha un peso del tutto marginale come valuta di riserva) oppure, come nel caso del franco francese e della sterlina inglese, che hanno mantenuto rapporti commerciali privilegiati con i paesi ex-colonie. Il proliferare di più valute di riserva ha accresciuto, secondo molti osservatori, l'instabilità delle relazioni monetarie internazionali anche se tale processo sembra in parte essersi arrestato con la forte rivalutazione del dollaro dei primi anni di questo decennio.

Una tra le trasformazioni più significative sviluppatasi negli anni '70 è l'affermazione di un sistema di finanziamento degli squilibri nei pagamenti

basato sui mercati finanziari privati (eurcomercati o xencomercati). Gli eurcomercati sono mercati finanziari nei quali operano istituti bancari (a base americana ma anche inglese, tedesca e di altri paesi industrializzati, a cui si sono recentemente aggiunte le banche arabe) che non sono sottoposti alla regolamentazione e alla sorveglianza delle rispettive autorità monetarie internazionali. La assenza di obblighi da rispettare ha permesso a queste banche di offrire ai depositanti condizioni più favorevoli e ai prestatori a prestito quantità di fondi maggiori e a costi inferiori di quelli ottenibili sui rispettivi mercati nazionali.

Gli eurcomercati avevano cominciato a crescere già nei primi anni '60 ma il loro sviluppo ha assunto dimensioni ragguardevoli e crescenti soprattutto dopo la crisi del petrolio. Gli squilibri dei pagamenti generati dall'aumento del prezzo del greggio sono stati, infatti, in parte aggiustati (cioè i paesi importatori hanno ridotto la propria domanda aggregata) e in parte sono stati finanziati, cioè i paesi in deficit hanno preso a prestito dalle banche operanti sugli eurcomercati i fondi necessari per far fronte ai nuovi impegni di pagamento.

Flessibilità manovrata e cicli valutari nell'oligopolio internazionale.

Come si è detto nel paragrafo precedente con l'abbandono del sistema di adjustable peg operante nell'epoca del sistema di Bretton Woods si entra in un sistema di flessibilità manovrata in cui le autorità monetarie possedevano almeno formalmente, una maggiore autonomia nel fissare gli obiettivi di cambio. In una situazione di flessibilità non esiste un insieme di regole generalmente accettate per la conduzione delle relazioni monetarie internazionali. Ciò implica sia una maggiore incertezza nel comportamento del sistema che una più intensa interazione tra forze di mercato e politiche nazionali. Da ambedue questi elementi discende una maggiore instabilità nel comportamento delle grandezze monetarie.

Una delle conseguenze della instabilità monetaria esplosa negli anni '70 è la divisione tra valute "forti" e valute "deboli". Le prime sono caratterizzate da una tendenza opposta. Questa divisione riflette la divisione tra paesi che presentavano, e presentano, una tendenza al surplus e paesi che presentano tendenza al deficit nelle partite correnti. In un sistema di flessibilità manovrata ciò ha comportato l'innescarsi di circoli, rispettivamente, "virtuosi" e "viziosi". Normalmente la virtù viene identificata nella sequenza rivalutazione-contenimento dei prezzi-miglioramento delle ragioni di scambio, e il vizio nella tendenza opposta.

Se nella valutazione di questo fenomeno prendiamo in considerazione l'andamento dei processi di accumulazione del capitale e di ammodernamento dell'apparato produttivo, dai quali in ultima analisi dipende la capacità competitiva dei paesi, non discende necessariamente che una rivalutazione produca effetti virtuosi. Una rivalutazione comporta minore inflazione ma può comprimere il processo di crescita nella misura in cui i profitti correnti e attesi delle imprese ne sono danneggiati. In altri casi, d'altra parte, la rivalutazione può stimolare l'attività di investimento nei settori più avanzati nei quali la competitività, di prezzo è meno rilevante. Nel primo caso (di cui la Gran Bretagna è un esempio significativo), la bilancia dei pagamenti potrà subire un deterioramento nel lungo periodo mentre nel secondo caso (di cui la Germania Federale è un esempio significativo), si avranno risultati opposti. In questo secondo caso una politica di rivalutazione del cambio

permetterà di ottenere obiettivi neomercantilistici cioè surplus delle partite correnti.

Un ragionamento simile può essere fatto per paesi con propensione alla svalutazione e alla inflazione. Una spirale inflazione-svalutazione potrebbe essere il prezzo che un paese deve pagare per mantenere un surplus nei propri conti correnti se, ad esempio, la svalutazione è l'unica via che permette alle imprese di mantenere i margini di profitto e così sostenere il processo di accumulazione. Questo caso può essere quello dell'Italia degli anni '70. Il suo perseguimento dipende in gran parte dal tipo di ambiente internazionale esistente. Nel caso del nostro paese mutamenti importanti, come l'edificazione del Sistema Monetario Europeo, possono mutare radicalmente il tipo di ambiente e quindi le opportunità di perseguire una simile politica del tasso di cambio. Su questo punto si ritornerà più oltre. Qui si vuole notare come l'andamento del tasso di cambio, e dunque una data politica del tasso di cambio, non possono essere considerati semplicemente dei fenomeni monetari, come viene spesso fatto nell'ambito della analisi economica corrente. Non solo un dato andamento del tasso di cambio produce importanti effetti reali (Biasco 1986) ma una politica del cambio può sostituire o comunque suffragare una politica industriale.

Un'altra conseguenza del passaggio da una situazione di egemonia a una di oligopolio è la divisione delle valute tra valute "principali" e valute "dipendenti". Questa divisione è uno degli aspetti della evoluzione verso un sistema a più valute di riserva. Le valute "principali" sono infatti quelle che compongono le riserve ufficiali quelle nelle quali sono denominate le attività finanziarie del sistema e, soprattutto quelle tra le quali è stata, ed è tutt'ora, più elevata l'instabilità.

I vincoli, e le responsabilità, imposti dal sistema internazionale si pongono in modo assai diverso per i due gruppi di valute. Le scelte possibili per il secondo gruppo di valute e quindi per le politiche monetarie dipendono in modo essenziale dall'ambiente determinato dalla interazione delle valute principali. E' l'andamento del tasso di cambio tra queste ultime che, dunque, deve essere spiegato. Il tasso di cambio è il prezzo della valuta estera ed è determinato dall'interazione tra domanda e offerta di quest'ultima. Per spiegare l'andamento del tasso di cambio è dunque necessario spiegare l'andamento delle principali componenti della bilancia dei pagamenti, partite correnti e movimenti di capitale.

In base a questo approccio non è possibile assegnare a una variabile in particolare il ruolo determinante "fondamentale" del tasso di cambio (sia essa il tasso di inflazione, il tasso di crescita, il tasso di espansione monetaria, etc.), come viene spesso argomentato. L'andamento delle componenti della bilancia dei pagamenti è il risultato del comportamento dell'intero sistema economico tra cui va incluso il comportamento delle autorità di politica economica che influenzano direttamente e indirettamente l'evoluzione del prezzo della valuta estera.

L'evidenza empirica mostra che le relazioni tra principali valute ha seguito, dalla fine del sistema di cambi fissi, un andamento ciclico. Secondo alcuni osservatori tale andamento potrebbe addirittura essere di natura instabile, tale cioè da dare luogo a oscillazioni di ampiezza crescente. In questo caso la necessità di stabilire un "regime monetario" - cioè un insieme di regole e criteri di comportamento che permettano uno svolgimento ordinato delle relazioni valutarie - rappresenterebbe una necessità improcrastinabile per contenere l'instabilità nelle relazioni economiche internazionali.

E' da questo tipo di considerazioni che prendono le mosse proposte come quelle delle "zone obiettivo" in base alle quali si propone di stabilire, tra le principali valute, dei "corridoi" di fluttuazione allo scopo di contenerne le oscillazioni. Nella impossibilità, almeno nel medio periodo, di poter ritornare a un sistema di cambi fissi, queste proposte si possono interpretare come dei tentativi di ridurre l'instabilità dei tassi di cambio pur mantenendo al sistema un elevato grado di flessibilità. Malgrado il dibattito su queste proposte sia da tempo in corso non si può negare che si sia ancora lontani da una soddisfacente definizione delle caratteristiche di un regime di tassi di cambio all'altezza dei problemi. Negli ultimi tempi si è fatta strada l'idea, che ha ricevuto un crisma di ufficialità con il vertice di Tokyo del 1986 e di Venezia del 1987, che il governo delle relazioni monetarie (che spesso assume il nome di sorveglianza multilaterale), debba basarsi su un insieme di "indicatori" del comportamento dei sistemi economici nazionali. L'andamento di tali indicatori dovrebbe permettere alle autorità monetarie di intervenire sui mercati dei cambi per assicurarne un comportamento "ordinato".

L'elencazione di un numero di indicatori, che comprendono le più importanti grandezze macroeconomiche, non risolve di per sé il problema. Ciò che serve è infatti un modello del comportamento dei sistemi nazionali che, legando assieme gli indicatori medesimi permetta di trarre dal loro comportamento una guida alla condotta delle autorità monetarie. Ma su questo problema lo stato del dibattito è ancora assai indietro. Non c'è consenso, nè tra gli economisti nè tra i policy-makers, su quale sia il "vero" modello delle economie industrializzate e dunque non è possibile raggiungere un accordo su quali debbano essere le misure di politica economica da adottare e per riportare sotto controllo il sistema. In tale situazione infatti un medesimo andamento di un indicatore potrebbe suggerire regole diverse, al limite contrastanti, in base al diverso modello che si accetta.

Ma lo stato del dibattito suggerisce che dietro a questo problema se ne nasconde un altro ben più complesso. Nel momento in cui si riconosce che l'oscillazione dei tassi di cambio, che si manifesta come andamento ciclico instabile, dipende dalla interazione dei diversi sistemi economici nazionali, o per dirla in altri termini, che sui tassi di cambio si scarica la incompatibilità ex-ante dei comportamenti delle economie e delle politiche economiche dei diversi paesi, il ritorno a forme di stabilità monetaria non si può ottenere senza correggere le cause di fondo di questa incompatibilità. Ne segue che per stabilizzare il "regime monetario" occorre stabilizzare anche le relazioni macroeconomiche tra i paesi.

La Cooperazione Internazionale e il "Regime Macroeconomico"

Una condizione necessaria per la ripresa della cooperazione internazionale è la generazione di un sostenuto e possibilmente elevato tasso di crescita della domanda effettiva. Secondo gli economisti della scuola neoclassica la crescita è sempre determinata da elementi di offerta. In una prospettiva keynesiana il tasso di crescita del reddito dipende, se non esclusivamente, in buona parte del tasso di crescita della domanda effettiva. In realtà fattori di domanda e di offerta contribuiscono ambedue alla espansione del sistema economico. e' però vero che se i fattori di offerta sono determinati dalla struttura e dalle politiche economiche dei singoli paesi (ad esempio in termini di comportamenti dei mercati dei fattori e della condotta delle politiche fiscali) in un sistema internazionale altamente interdependente l'espansione della domanda effettiva è dipendente in misura molto maggiore dell'ambiente

internazionale a causa dei vincoli che le bilance dei pagamenti impongono alle politiche economiche nazionali.

Ciò che più conta per la crescita, più ancora della domanda effettiva è la aspettativa della espansione della domanda che i policy-makers generano. In un sistema internazionale caratterizzato dalla assenza di una nazione "egemonica" la generazione di aspettative stabili di crescita dipende sia dalla interazione delle politiche economiche dei principali paesi che dalla efficacia delle istituzioni internazionali nel diffondere le aspettative al sistema. E' questa interazione che determina il "regime macroeconomico internazionale".

Ma cerchiamo di discutere un pò più a fondo gli effetti benefici di un clima di aspettative di crescita stabile. Tali benefici si fanno sentire in tutti i settori dell'economia internazionale. Per quel che riguarda il commercio internazionale è stato dimostrato che i benefici della liberalizzazione del commercio si accrescono con il crescere del tasso (atteso) di crescita. Va poi aggiunto che se il regime commerciale esistente (il GATT) può influenzare la distribuzione dei flussi commerciali è il regime macroeconomico che determina l'ammontare complessivo del commercio (e il suo tasso di crescita). Non è un caso che la maggior parte delle verifiche empiriche dei benefici del libero commercio, se confrontato con il protezionismo, non hanno prodotto risultati soddisfacenti perchè si sono concentrate su una dimensione statica del fenomeno, tale cioè da ignorare gli effetti della liberalizzazione del commercio in una prospettiva di crescita sostenuta del reddito mondiale.

Considerando le relazioni finanziarie è ben noto che per far operare con efficacia un sistema estesamente basato sul debito come quello esistente il tasso di crescita delle economie indebitate deve essere superiore al tasso di interesse sul debito, ameno nel lungo periodo. Va poi aggiunto che la propensione a cooperare di debitori e creditori si accresce al crescere del tasso di crescita (atteso) del sistema.

Infine, per tornare all'argomento discusso nel paragrafo precedente, in un contesto di crescita l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti dei paesi deficitari è meno onerosa in quanto sono meno onerose le pressioni dei paesi in surplus. Inoltre il sistema dei tassi di cambio viene sottoposto a minori pressioni ed è più facile mantenere la stabilità monetaria.

In un ambiente internazionale caratterizzato da bassa crescita si ottengono risultati opposti. Le pressioni protezionistiche si accrescono nei paesi in deficit; il servizio del debito diventa più difficile e si accresce la propensione a ripudiare il debito; gli squilibri nei pagamenti richiedono forti svalutazioni reali, e ancora più ampie svalutazioni nominali, che impongono forti tensioni ai sistemi dei tassi di cambio. All'interno dei sistemi nazionali il ruolo dei gruppi di interesse, diventa più forte nel determinare le strategie di politica economica e di conseguenza si accrescono i conflitti nel sistema internazionale.

Da quanto detto si può concludere che un elevato e stabile tasso di crescita (atteso ed effettivo) rappresenta un bene pubblico per l'economia internazionale in quanto permette un miglior funzionamento del sistema internazionale in tutte le sue parti. In secondo luogo la considerazione del tasso di crescita permette di chiarire i legami che esistono tra regime monetario, finanziario e commerciale che vengono invece spesso trascurati nella analisi delle relazioni internazionali.

Questi legami presentano due implicazioni. Gli effetti benefici esercitati dalla presenza di un tasso di crescita stabile sulla cooperazione nei vari regimi trasforma in legami positivi, in effetti di integrazione che permettono

a fattori di domanda e di offerta di rinforzarsi a vicenda, quelli che nelle situazioni di deflazione sono ostacoli, forme di interdipendenza negativa. La seconda implicazione è che viene ulteriormente sottolineata la gerarchia tra regimi che esiste nel sistema internazionale.

Come la storia del dopoguerra ha dimostrato i regimi attorno ai quali sono organizzate le relazioni internazionali, oltre ad essere legati tra loro presentano diversi gradi di resistenza alla crisi. In termini generali si può sostenere che il regime dei tassi di cambio è quello più fragile, nel senso che è quello sul quale si scaricano per primi gli effetti della crisi e quindi quello che più rapidamente viene modificato. Secondo in ordine di resistenza viene il regime finanziario specie se, come è il caso di questo ultimo ventennio, si basa in larga parte sul ruolo delle forze di mercato (ma su questo si tornerà più oltre). Infine viene il regime commerciale che ha dimostrato a tutt'oggi di essere in grado di resistere anche a crisi violente nelle relazioni monetarie e finanziarie. Ma questo implica anche se la instabilità delle relazioni macroeconomiche porta a mettere in discussione i principi basilari delle relazioni commerciali, come è avvenuto nel caso delle relazioni tra Giappone e Stati Uniti, ciò significa che lo stato delle relazioni internazionali sta attraversando uno stato di crisi assai profondo.

Un terzo elemento che emerge dalle considerazioni sopra fatte è il ruolo cruciale che rivestono le aspettative nell'accrescere la propensione alla cooperazione in tutti i campi. Ciò la propensione a cooperare tra gli stati si accresce se i problemi vengono posti in un'ottica di lungo periodo. E inoltre è rafforzato il ruolo delle istituzioni come meccanismi di creazione e diffusione delle informazioni. A questo proposito va sottolineata una grave carenza dell'attuale sistema internazionale. Se esistono istituzioni formali preposte alla regolazione dei rapporti in campo commerciale (il Gatt) e in campo finanziario (Il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Mondiale) non ne esistono per quel che riguarda il regime macroeconomico. L'unico organismo che riveste un qualche ruolo di ufficialità è rappresentato dai Vertici dei paesi industrializzati dai quali derivano organismi informali come il Gruppo dei Cinque e il Gruppo dei Sette.

Lo stato delle relazioni internazionali di questi anni sta però dimostrando come questo tipo di organismo sia del tutto insufficiente, almeno fino a questo momento, a dare una soluzione duratura ai problemi dell'economia internazionale.

Nè è da ritenere possibile che una soluzione al problema della costruzione di un regime macroeconomico possa scaturire dalla soluzione dei problemi che sono presenti negli altri "regimi". Abbiamo già discusso sopra come una soluzione ai problemi delle relazioni tra tassi di cambio, ad esempio quella basata sulle zone obiettivo, non possa prescindere da una soluzione del coordinamento delle politiche economiche nazionali complessivamente considerate. Anche se un accordo sulla determinazione, e sul mantenimento di un sistema di tassi di cambio fosse raggiunto, la difesa di tali tassi di cambio in assenza di un impegno al sostegno della domanda aggregata comporterebbe una spinta deflazionistica riproducendo tensioni sui rimanenti settori del sistema.

Una ulteriore liberalizzazione del regime commerciale, ammesso che sia possibile, potrebbe sostenere la crescita aprendo nuovi mercati e migliorando le condizioni dal lato dell'offerta, ma non si può ammettere che un miglioramento delle condizioni di offerta sia da solo in grado di accrescere le prospettive di espansione.

Un miglioramento del quadro macroeconomico potrebbe ottenersi da significativi progressi per quel che riguarda il problema del debito, ma su questo punto torneremo in seguito.

La Cooperazione in un Sistema Oligopolistico

Il sistema di Bretton Woods era basato su una singola grande economia semichiusa. Le politiche espansionistiche degli Stati Uniti producevano un impatto significativo sulle economie europee e sul Giappone, oltre che sui restanti paesi in via di sviluppo mentre l'espansione degli altri paesi industrializzati aveva un impatto assai più contenuto sull'economia degli Usa. L'erosione del potere economico degli Usa è andato di pari passo con la crescente dipendenza di questi dalle politiche degli altri paesi industrializzati. Se in un sistema egemonico un singolo paese può intraprendere una politica espansiva unilateralmente in una situazione di oligopolio una politica espansiva da parte di un paese può essere sostenuta solo se i restanti leaders dell'oligopolio accettano di contribuire a tale politica. In altri termini in oligopolio la cooperazione non solo è possibile ma è necessaria se il sistema deve evitare un collasso.

Ma occorre chiarire un punto. La cooperazione macroeconomica, la costituzione di un regime macroeconomico non implica, nè necessariamente richiede, che i paesi leader si accordino in ogni periodo su un coordinamento puntuale delle rispettive politiche economiche. Le contrattazioni per gli accordi su politiche di breve termine sono assai costose in termini politici e difficilmente sfociano in soluzioni significative in quanto se ci si colloca entro un orizzonte di breve periodo (uno o due anni) i costi dalla cooperazione, che risiedono nella perdita della sovranità nazionale nella condotta della politica economica, sono decisamente superiori ai benefici rappresentati dal funzionamento più ordinato del sistema internazionale. D'altra parte in un sistema caratterizzato da assenza di egemonia e neomercantilismo diffuso le politiche dei paesi in surplus produrranno una spinta deflazionistica sull'intero sistema. In una tale situazione il sistema internazionale può essere coinvolto in quella che è stata definita la "trappola delle aspettative" e che -si può sostenere- ha operato nel caso dell'economia europea nell'ultimo decennio.

La trappola delle aspettative è generata da una distinzione tra le aspettative degli operatori industriali relative alle decisioni di effettuare investimenti e le aspettative degli operatori finanziari. Le decisioni degli operatori industriali sono basate necessariamente su aspettative di lungo periodo. Le decisioni degli operatori finanziari - relative ai movimenti di capitale - sono invece essenzialmente basate su aspettative di breve periodo e, inoltre, gli operatori finanziari sono in generale assai rapidi nel reagire al mutamento delle aspettative. Le aspettative delle imprese industriali sono migliorate dalle politiche espansive ma, una volta attivate, queste politiche influenzeranno anche le aspettative degli operatori finanziari i quali reagiranno facendo defluire fondi dalla economia in espansione (a parità di politiche perseguite negli altri paesi) nella misura in cui si aspetta una svalutazione. Ne segue uno squilibrio nei pagamenti internazionali che richiederà un mutamento della politica economica nazionale. Questa opererà in senso restrittivo contribuendo a deprimere le aspettative delle imprese e quindi la loro attività di investimento. L'ipotesi della trappola delle aspettative rinforza l'idea che in un mondo a elevata interdipendenza finanziaria la cooperazione macroeconomica richiede la definizione di regole del gioco di lungo termine per evitare che il processo di crescita ne risulti inevitabilmente frustrato.

La ricerca recente ha prodotto nuove giustificazioni teoriche per la possibilità della cooperazione in oligopolio. Tuttavia l'analisi teorica e storica degli studiosi di relazioni internazionali si è concentrata sugli aspetti monetari e commerciali senza dare il giusto rilievo al problema della cooperazione macroeconomica. Gli economisti stanno producendo un notevole ammontare di ricerca teorica ed empirica sugli effetti della cooperazione internazionale ma, fino ad ora, non hanno fornito soddisfacenti risposte sul problema chiave di come sia possibile raggiungere forme di cooperazione in oligopolio. Come abbiamo ricordato sopra è stato suggerito (Cooper 1986) che una delle ragioni per le difficoltà nel raggiungere la cooperazione internazionale è il disaccordo che tutt'ora regna tra gli economisti sull'effettivo funzionamento dei moderni sistemi economici.

2. La Crisi del debito

Dopo la Crisi del Petrolio

E' opinione diffusa che le radici della crisi del debito esplosa nel 1982 affondino nello sconvolgimento dei mercati finanziari provocato dalla prima crisi del petrolio. Prima di allora infatti le più importanti fonti di finanziamento disponibili ai paesi in via di sviluppo erano rappresentate da aiuti pubblici e da investimenti diretti, sia pure in misura meno pronunciata dei primi. E' solo dopo la crisi del petrolio che il sistema finanziario internazionale subisce quelle trasformazioni che avrebbero condotto agli eventi successivi.

Il sistema dei pagamenti internazionali si è modificato passando da un assetto basato essenzialmente sugli aggiustamenti dei pagamenti internazionali a un assetto in cui hanno assunto un ruolo crescente i meccanismi di finanziamento degli squilibri nei pagamenti internazionali. Più ancora di ciò l'elemento che ha caratterizzato la situazione che ha cominciato a emergere negli anni '70 è la crescente privatizzazione del regime finanziario che ha visto gradualmente prevalere il ruolo dei crediti attivati dalle banche operanti nei mercati internazionali privati.

E' noto che le attività offshore delle banche private risale a ben prima lo scoppio della crisi del petrolio. Solo dopo quell'evento, però le banche private hanno assunto il ruolo di intermediari principali del sistema finanziario internazionale.

Ciò rappresenta un punto cruciale se si considera che la accumulazione del debito e della instabilità finanziaria di questo decennio possono essere considerate le conseguenze della "soluzione" a un complesso problema di intermediazione internazionale. A fronte dell'eccesso di investimento che richiedeva un finanziamento. Questo è l'aspetto cruciale, ma spesso ignorato, del cosiddetto problema del riciclaggio.

Il gap tra risparmi e investimenti è stato così colmato da un particolare tipo di meccanismo finanziario, la formazione di crediti sindacati, cioè la formazione di consorzi di banche guidati da una o più aziende di credito di grandi dimensioni e a cui le banche più piccole si accodano come fornitori di fondi. I paesi in via di sviluppo sono riusciti anche a raccogliere fondi in altri segmenti del mercato, come quello dei titoli a tassi fluttuanti, il cui funzionamento è simile a quello dei crediti sindacati.

I paesi in via di sviluppo sono stati però tenuti fuori dall'altro principale comparto dei mercati finanziari, quello delle obbligazioni. La ragione di questa esclusione risiede nel fatto che il mercato delle obbligazioni richiede che il prestatore di fondi conosca assai bene il

prenditore. L'esclusione rifletteva in altri termini la attitudine che le banche private nutrivano nei confronti dei nuovi venuti sul mercato e anche il fatto che il mercato internazionale non era in grado di fornire in misura sufficiente quel particolare bene pubblico che un input fondamentale per il buon funzionamento dell'industria del credito: la affidabilità del debitore (creditworthiness).

Il meccanismo finanziario che si era sviluppato comportava inoltre che il rischio di intermediazione fosse completamente, o quasi, sopportato dalle banche private.

Le caratteristiche del mercato del credito sviluppatosi negli anni '70 possono anche spiegare un'altra delle caratteristiche di questo processo: la concentrazione sia dei debitori che dei creditori.

Una opinione diffusa è che il comportamento dei mercati del credito nel periodo successivo alla crisi del petrolio fosse determinata dal lato della domanda, nel senso che l'ammontare di credito concesso dipendeva unicamente dall'ammontare del credito domandato dai potenziali debitori al tasso di interesse corrente. La assenza di vincoli dal lato dell'offerta sarebbe stata spiegata dalla abbondanza di fondi presenti sugli euromercati a seguito dei depositi effettuati dai paesi produttori di petrolio e che poneva le banche nella posizione di potere soddisfare ogni domanda di credito. In realtà le banche erano costrette a cercare di accrescere al massimo i propri impieghi allo scopo di fare fronte alle passività rappresentate dai depositi. Un simile schema di ragionamento equivaleva ad assumere una situazione di pressochè perfetta concorrenza dal lato dell'offerta di fondi a fronte di un oligopolio di domanda di fondi.

Questa visione è troppo semplicistica e non aiuta a comprendere gli sviluppi successivi nonchè la situazione in cui si trovano attualmente i mercati finanziari. E' più illuminante considerare il mercato dei fondi come caratterizzato dalla interrelazione di domanda e di offerta. Ciò non nel senso ovvio che l'equilibrio è determinato da ambedue queste forze sul mercato, ma nel senso che le funzioni di domanda e di offerta sono interdipendenti tra loro.

Occorre poi tenere presente che il modo in cui creditori e debitori interagiscono sul mercato del credito è fortemente influenzato dallo stato dell'ambiente economico internazionale e quindi dallo stato dei conflitti che si svolgono tra i paesi che formano l'oligopolio internazionale.

Alcuni Fatti Stilizzati

I dati aggregati sulla crescita del debito anni '70 (V. tabella 1) mostrano una crescita costante nel decennio. Gli elementi più rilevanti sono però rappresentati dai mutamenti nella struttura e nella qualità del debito.

In primo luogo la crescita del debito mostra un rallentamento nella seconda parte degli anni '70 e una notevole accelerazione dopo il secondo shock petrolifero. Il tasso di crescita medio annuo si colloca attorno al 19 per cento. Ciò significa un aumento di cinque volte a partire dal 1973 che però cala a 2,1 volte se si tiene conto dell'andamento dell'inflazione.

In secondo luogo il debito a breve termine mostrava una crescita più marcata del debito a lungo termine fino alla fine del decennio trascorso. Tra il 1980 e il 1982 invece il debito a breve ha mostrato una forte accelerazione che si è successivamente raffreddata.

In terzo luogo la quota del debito coperta da istituzioni finanziarie private è cresciuta molto rapidamente e non ha mostrato un rallentamento neanche nel periodo immediatamente precedente la crisi.

L'evoluzione qualitativa del debito può essere considerata analizzando l'evoluzione di alcuni indicatori tradizionali (V. tabella 1). Il rapporto del servizio del debito, il rapporto debito-PNL, e il rapporto debito-esportazioni mostrano un andamento crescente nel periodo. Tale andamento presenta una accelerazione nei primi anni '80.

L'evoluzione degli indicatori e la crescente quota del debito a breve termine segnalano un deterioramento della qualità del debito. L'onere del debito cresceva anche se si tiene conto degli effetti dell'inflazione. Dopo il secondo shock petrolifero tutti questi indicatori hanno mostrato un peggioramento come conseguenza della forte caduta delle esportazioni che è seguita al secondo shock petrolifero sia in termini di quantità (a causa della recessione) che in valore (a causa dell'apprezzamento del dollaro, valuta in cui è denominato il debito).

L'andamento appena descritto si può meglio comprendere considerando l'evoluzione dell'ambiente economico internazionale.

L'Ambiente Internazionale

Nel corso degli anni '70 l'ambiente internazionale aveva assunto una configurazione sempre più favorevole ai debitori. In primo luogo il livello dei tassi di interesse era estremamente basso e addirittura negativo in termini reali.

Tra il 1973 e il 1980 i tassi di interesse reali sono stati abbondantemente negativi per tutti i tipi di paesi in via di sviluppo importatori di capitale per crescere poi e assumere valori abbondantemente positivi a partire dal 1981.

Un secondo elemento era rappresentato dalla evoluzione delle ragioni di scambio. La seconda parte del decennio è stata caratterizzata da un rallentamento della crescita del prezzo del petrolio e da un deprezzamento del dollaro. Ambedue questi elementi hanno favorito i paesi in via di sviluppo non petroliferi. Il miglioramento delle ragioni di scambio è stato poi rafforzato dall'espansione della domanda mondiale che spingeva all'insù i prezzi delle materie prime esportate dai PVS.

La crescita reale nei paesi industrializzati (v. tabella 8) si è mantenuta relativamente elevata nel corso degli anni '70 mantenendosi a un tasso medio del 3,2 per cento malgrado la recessione seguita alla prima crisi del petrolio. Il tasso di crescita cadde però all'1,2 per cento nel 1980-81 e almeno 0,3 per cento nel 1982.

La Crisi del 1982-84

Tra il 1982 e il 1984 la quasi totalità dei paesi indebitati del terzo mondo e dell'Est europeo furono costretti a dichiarare una qualche forma di interruzione dei pagamenti del servizio del debito e iniziare negoziati con il FMI e/o con le banche private per la ristrutturazione del debito medesimo (V. tabella 3). Questo scenario contrasta radicalmente con quello del decennio precedente. Come è mostrato nella tabella 3 a partire dal primo shock petrolifero il numero di negoziati multilaterali si era mantenuto su livelli modesti anche se questi erano andati crescendo con l'approssimarsi della fine del decennio.

Solo dopo il 1982 i grandi debitori, Argentina, Brasile, Messico e Venezuela, entrano ufficialmente in una situazione di crisi debitoria e

iniziano negoziati di ristrutturazione. Da questo punto di vista la crisi apertasi nel 1982 è essenzialmente una crisi dei paesi dell'America latina e riflette la concentrazione dei debitori e creditori.

La situazione di crisi in cui precipita il sistema finanziario internazionale è riflessa anche nella improvvisa e profonda caduta del credito internazionale dopo un decennio di espansione assai rapida. Il rallentamento inizia prima della dichiarazione di sospensione dei pagamenti del Messico nell'estate del 1982 a suggerire che le banche avevano cominciato a percepire lo stato di difficoltà in cui stavano precipitando le relazioni debitorie. Una idea sintetica di questo stato di cose si può trarre dai dati riportati nella tabella 1 che testimonia il drammatico crollo nel tasso di crescita del debito nei confronti del sistema bancario internazionale dopo il 1982 da parte dei paesi Latino - Americani e che non si sarebbe più ripreso successivamente.

La situazione di crisi finanziaria diffusa che si materializza alla fine del 1982 apre un periodo di convulse negoziazioni tra creditori e debitori e per molti mesi i timori di un collasso generalizzato avvolgono l'intero sistema bancario internazionale.

La situazione innesca una serie di reazioni che coinvolgono non solo il rapporto tra paesi debitori e banche ma fanno riemergere il ruolo del FMI nell'ambito delle relazioni finanziarie internazionali dopo che per circa un decennio questo era stato notevolmente ridimensionato dalla affermazione del sistema bancario privato come principale attore nel processo di riciclaggio innescato dopo la prima crisi del petrolio. Ma la crisi provoca anche mutamenti importanti nella politica economica degli Usa che contribuiscono non poco a trattenere il sistema dal precipitare nel collasso. D'altra parte erano stati gli importanti mutamenti nella politica economica di questo paese che avevano portato al deterioramento dell'ambiente internazionale che aveva finito per tracciare il sistema alla crisi.

Mutamenti nella Politica Economica degli Stati Uniti

Nell'ottobre 1979 la Riserva Federale degli Stati Uniti annunciò che avrebbe mutato le procedure di controllo degli aggregati monetari definendo degli obiettivi di crescita degli aggregati medesimi. Il tasso di interesse fu innalzato di un punto percentuale mentre il coefficiente marginale di riserva nelle passività delle banche fu accresciuto dell'8 per cento. Il dipartimento del Tesoro annunciò inoltre che non avrebbe più venduto oro alle aste come aveva fatto regolarmente fino a quel momento. Queste scelte segnavano un mutamento radicale nella politica monetaria che, per i precedenti dieci anni era stata basata sulla fissazione del tasso dei titoli federali a un livello ritenuto coerente con il tasso di espansione desiderato della base monetaria. A partire dall'ottobre del 1979 le autorità monetarie americane intendevano quindi stimare il volume di riserve bancarie coerente con gli obiettivi di crescita dell'offerta di moneta e lasciare la determinazione del tasso sui titoli Federali alle forze di mercato.

L'effetto immediato delle nuove misure fu un innalzamento dei tassi di interesse a breve termine che assunsero valori positivi in termini reali dopo aver mantenuto valori reali negativi per tutto il decennio precedente (V. tabella 4). A seguito di questi avvenimenti gli investimenti in dollari cominciarono a divenire più attraenti che in passato per gli investitori internazionali rispetto agli investimenti in altre valute.

I mercati dei cambi reagirono immediatamente. Il dollaro cominciò a riprendere terreno rispetto a tutte le principali valute.

Il nuovo corso nella politica monetaria americana rappresentò una svolta radicale anche perchè produsse una inversione di tendenza alla svalutazione e inflazione della moneta americana, che sia pure con fasi alterne aveva interessato il dollaro a partire dall'inizio del decennio. In altri termini il 1979 segnò una inversione nel ciclo valutario che, come accennato in precedenza, ha rappresentato il modo di essere delle relazioni monetarie dalla fine del sistema di Bretton Woods.

Il mutamento nella politica monetaria degli Usa può essere considerato qualcosa di più che un semplice passaggio da un approccio gradualista alla lotta contro l'inflazione verso un atteggiamento più aggressivo. Esso può essere considerato anche come una reazione unilaterale delle autorità americane al fallimento del tentativo di organizzare una politica comune di intervento sui mercati dei cambi assieme alle autorità degli altri principali paesi e della Germania in particolare. In altri termini tale mutamento rappresenta una reazione al fallimento del tentativo di raggiungere un accordo cooperativo in situazione di oligopolio. Una conseguenza ancora più drammatica del mutamento nella politica monetaria degli Stati Uniti fu la reazione del sistema bancario americano. L'effetto del mutamento dei coefficienti di riserva attivò l'introduzione di una serie di innovazioni finanziarie - cioè la introduzione di mezzi di pagamento e finanziari nuovi rispetto al passato e, per questa ragione, non compresi negli aggregati monetari sottoposti a controllo da parte delle autorità monetarie - da parte delle banche private nel tentativo di riconquistare almeno in parte la libertà di manovra che le misure introdotte avevano limitato.

Per quel che riguarda la situazione del debito internazionale gli effetti di breve termine delle misure non fu tanto quello di diminuire l'ammontare di credito ai paesi indebitati quanto quello di accrescere il costo e l'ammontare del servizio del debito medesimo. Come si è accennato in precedenza il rallentamento del credito internazionale non si manifestò immediatamente dopo la introduzione delle nuove misure. L'espansione del credito continuò durante i due anni seguenti anche se a un tasso meno sostenuto. Una caduta radicale infatti non si manifestò fino alla crisi del 1982.

L'adattamento graduale al nuovo ambiente monetario era però in qualche modo atteso. La giustificazione ufficiale per il mutamento nella politica monetaria era la lotta all'inflazione. Ciò, a sua volta richiedeva, secondo la nuova logica di condotta della politica monetaria, che i mercati dovessero mutare le proprie aspettative di espansione della offerta di moneta e, di conseguenza le proprie aspettative inflazionistiche. Era opinione diffusa che il processo di adeguamento delle aspettative sarebbe stato graduale e non indolore a causa della lunga durata del periodo di espansione precedente. Una condizione fondamentale per il successo della nuova strategia antiinflazionistica era, tuttavia, considerata essere una azione restrittiva parallela in campo fiscale che avrebbe dovuto limitare le esigenze di finanziamento del governo Federale. La nuova amministrazione repubblicana, invece, non fece nulla per invertire il trend di espansione fiscale, mentre le misure monetarie continuavano nel loro corso restrittivo. Di conseguenza il trend di crescita dei tassi di interesse non fu arrestato e l'ambiente finanziario internazionale assunse rapidamente lo scenario sopra ricordato.

L'altro mutamento radicale nella politica americana che è necessario considerare è quello che si verificò nell'ottobre 1982 subito dopo l'esplosione della crisi del debito internazionale. Il tasso di sconto fu abbassato in ottobre di mezzo punto percentuale. Ma, soprattutto, la Fed decise di abbandonare il controllo degli aggregati monetari M1 e di stabilire obiettivi per gli aggregati più ampi M2 e M3.

Le ragioni dietro questo mutamento di politica sono complesse. In primo luogo il sostanziale miglioramento sul fronte della lotta all'inflazione e la rinnovata forza internazionale del dollaro avevano posto le basi per una condotta monetaria meno restrittiva anche tenendo conto delle difficoltà che l'economia americana incontrava per riprendere la crescita. Una ragione addizionale era che il controllo di M1 si era rivelato più difficile del previsto. Nei due anni precedenti il trend in M1 aveva debordato dal margine previsto in più di una occasione. Questo era dipeso sia dal fatto che la velocità di circolazione era variata più di quanto atteso e soprattutto dal fatto che le innovazioni finanziarie ponevano ostacoli crescenti alla azione delle autorità monetarie.

Lo spostamento di enfasi verso aggregati monetari più ampi impose un mutamento anche nella filosofia di condotta delle autorità monetarie in quanto il controllo di questi aggregati comportava un più elevato grado di discrezionalità rispetto al controllo di M1.

Ma anche se i commenti ufficiali non sempre sottolineano questo aspetto una delle ragioni non secondarie che condusse le autorità americane al mutamento di condotta fu l'effetto che le precedenti misure monetarie avevano prodotto sui tassi di interesse facendoli salire a livelli del tutto eccezionali per questo dopoguerra.

Nel corso del 1982 la Fed divenne crescentemente preoccupata per i problemi di fragilità che il sistema bancario stava incontrando nelle operazioni di credito con i grandi paesidebitori. I rapporti tra capitale e impieghi delle banche (che, se assumono in livello troppo basso indicano una debolezza delle banche) erano scesi negli anni precedenti a livelli particolarmente bassi, certamente al disotto del livello di guardia. D'altra parte il livello eccezionalmente elevato dei tassi di interesse, l'apprezzamento del dollaro e la stagnazione del livello di attività (V. tabella 8) avevano cominciato a far sorgere delle preoccupazioni sulla solidità delle operazioni di credito e, data la loro dimensione e la loro concentrazione, gli effetti pericolosi che avrebbero prodotto sull'intero sistema finanziario.

Questi fatti stilizzati non sono in contrasto con lo schema interpretativo seguente. Una condotta restrittiva nel paese centro del sistema -gli USA- viene messa in atto quando l'inflazione raggiunge livelli considerati eccessivi e/o quando la debolezza del dollaro è considerata eccessiva per la posizione finanziaria internazionale degli Stati Uniti. Una politica più espansiva è messa in atto quando l'andamento dell'inflazione e del dollaro sono ricondotti verso valori considerati più soddisfacenti mentre dal sistema finanziario giungono segni di difficoltà e la crescita reale deve essere stimolata. In altri termini per un paese a valuta di riserva si aggiungono considerazioni aggiuntive a quelle tradizionali (che derivano dal controllo del ciclo) nella scelta della condotta di politica economica.

Ripresa apparente e nuovi segni di crisi

Alla metà del 1984 la scena finanziaria internazionale si presentava sensibilmente migliorata rispetto al momento dello scoppio della crisi verificatosi circa venti mesi prima. Molti tra i grandi paesi debitori avevano migliorato la loro posizione grazie a radicali mutamenti nelle bilance commerciali e correnti e a una ripresa della crescita dopo molti anni di recessione. Il clima finanziario era anche stato migliorato a seguito dei

progressi nei piani di aggiustamento e di rimborso degli oneri del debito raggiunti dai due principali debitori, Messico e Brasile. Il più evidente segno del mutamento di clima, che aveva superato il momento di maggior panico era che i paesi che fino a mesi prima si erano trovati in serie difficoltà di servire il debito potevano nuovamente accedere al credito delle banche internazionali.

Le cause del miglioramento della situazione sono molteplici ma le determinanti principali si devono individuare nella simultanea adozione di piani di aggiustamento all'interno dei paesi indebitati e la spinta alla crescita del commercio mondiale fornita dalla espansione della economia USA. In effetti considerando l'andamento delle bilance commerciali non si può evitare di notare che rispetto ai valori del 1981-82 i grandi debitori presentavano situazioni notevolmente migliori, con l'eccezione dei paesi esportatori di petrolio (Messico e Venezuela) per i quali incideva negativamente la caduta del prezzo del greggio iniziata nel 1985.

La strategia seguita dai debitori si incentrava sia sulla sostituzione delle importazioni e sul sostegno delle esportazioni attraverso la compressione della domanda interna, dei salari e sulla svalutazione della valuta. I vantaggi ottenuti in termini di migliore accesso ai mercati finanziari fu però pagato con tagli assai pesanti del tasso di crescita del reddito pro-capite che in molti casi hanno toccato valori negativi.

Ma i costi pagati per questi riaggiustamenti dal lato dei flussi risultano ancora più elevati se si considerano i risultati in termini degli indicatori tradizionali delle posizioni debitorie si può notare un peggioramento per tutti i principali indicatori; rapporto servizio del debito/esportazioni, rapporto interessi/esportazioni, rapporto debito/esportazioni. Questo peggioramento, che è particolarmente evidente per i paesi dell'America Latina è un fenomeno che interessa tutti i paesi in via di sviluppo indebitati.

Che la situazione all'interno dei paesi indebitati dell'America Latina sia pesantemente deteriorata lo si può comprendere riflettendo su due elementi tra loro collegati; il fenomeno della fuga dei capitali e il sostanziale fallimento dei piani di aggiustamento in Argentina e Brasile.

Su questo argomento esiste una letteratura vasta e diverse sono le opinioni sia sulla dimensione che sulle caratteristiche qualitative del fenomeno. Senza entrare nel merito delle diverse posizioni in proposito si può sostenere che questo fenomeno suggerisce che tra le determinanti del problema del debito si colloca, almeno per alcuni paesi, un grave problema di politica economica interna che ci permette di considerare l'altro elemento sopra ricordato. Questi movimenti di capitali infatti devono considerarsi una reazione, da parte delle classi di reddito più elevate alla scarsa credibilità delle politiche economiche intraprese all'interno. Particolarmente sintomatico in questo senso è il caso dell'Argentina, che aveva messo in atto, nel giugno 1985, con il "Plan Austral" un programma di stabilizzazione giudicato "duro" anche da parte del Fondo Monetario Internazionale".

Questi risultati inoltre devono fare riflettere sul problema spesso trascurato del "chi paga" nella crisi del debito. La accumulazione di così ingenti attività all'estero non può indicare (o meglio confermare) una distribuzione del reddito altamente asimmetrica. Questo argomento, che peraltro esula dalla nostra trattazione, deve far riflettere sulle richieste che regolarmente vengono avanzate ai paesi indebitati di mettere in atto piani di aggiustamento adeguati alla gravità della loro posizione debitoria.

Che la imposizione di piani di aggiustamento improntati alla massima austerità non rappresentino una realistica via di uscita alla crisi del debito lo stanno del resto a dimostrare le vicende dell'inizio del 1987 che hanno

visto il Brasile, impegnato da oltre un anno nella messa in atto del "Plan Cruzado" dichiarare la sospensione del servizio del debito per 90 giorni. Contemporaneamente l'Argentina accresceva le pressioni nei confronti delle banche creditrici per ottenere un finanziamento del debito mentre, malgrado il Plan Austral, si riaccendevano i timori di iperinflazione. Da tempo dal canto loro Ecuador e Perù si trovano in una situazione di sospensione del servizio del debito. Con la decisione del Brasile e con l'economia internazionale che si avvia a entrare in una fase recessiva i timori di crisi allontanati con tanti sforzi nel 1983 e 1984 sembrano riavvicinarsi.

Il miglioramento nelle condizioni esterne dei principali debitori ha provocato conseguenze diverse sul sistema bancario internazionale. Da una parte le banche, diminuendo il tasso di crescita dei crediti e accrescendo riserve e rinforzando il capitale sono riuscite a riportare i rapporti capitale/attività a livelli meno pericolosi di quelli raggiunti nei primi anni '80. Ciò malgrado proprio nel periodo in cui, tra il 1982 e il 1984 la crisi del debito internazionale si allontanava dal suo momento più acuto il sistema bancario statunitense e con esso il sistema bancario internazionale fu colpito da una serie di shocks che per un momento fecero temere lo scoppio di una vera e propria crisi finanziaria. Tra questi episodi fa spicco il fallimento della Continental Illinois, una delle prime dieci banche USA.

Paradossalmente le principali cause di difficoltà che avrebbero portato al fallimento della Continental Illinois dopo una fuga dai depositi nel maggio 1984 non erano direttamente collegate al debito dei paesi in via di sviluppo ma piuttosto a crediti nei confronti del settore energetico statunitense. L'episodio della Continental rappresentò il momento culminante di un periodo particolarmente sfortunato per le banche americane. Il 1983 fu l'anno in cui si registrarono più fallimenti di banche americane dal 1940. Subito dopo l'episodio della Continental alcune grandi banche, la maggior parte delle quali erano altamente esposte nei confronti dei paesi dell'America Latina e che comprendevano la Manufacturers Hanover, Chase Manhattan, Morgan Guaranty registrarono forti perdite in borsa a seguito di voci che di difficoltà che queste banche stavano incontrando nella gestione della liquidità. Anche se la situazione dei grandi debitori aveva superato il punto critico il mercato reagì con una ondata di panico temendo la possibilità di una crisi. La borsa di Londra fu colpita da una forte caduta delle quotazioni a seguito dell'annuncio del governo Boliviano di sospendere i pagamenti del servizio del debito fino a data imprecisata. Se la si confronta con la decisione del Messico dell'estate del 1982 l'impatto della decisione della Bolivia rappresentava, su basi strettamente quantitative un fenomeno assai meno preoccupante in quanto quel paese non era compreso tra i primi dieci grandi debitori. Ma in quei giorni il mercato era avvolto in un clima di pre-crollo e gli scambi sembravano influenzati esclusivamente dalle affermazioni dei principali operatori.

La gravità della situazione era chiaramente percepita dalle autorità monetarie dei principali paesi che effettuarono numerose dichiarazioni tese a rassicurare il mercato sul loro fermo; proposito di impedire che la posizione di difficoltà, di un numero di banche potesse influenzare negativamente l'intero sistema finanziario. Come nel 1982 queste operazioni di prestatore di ultima istanza riportarono la tranquillità nei mercati anche se, in questa occasione non ci furono, a differenza che nel 1982, importanti mutamenti nella politica monetaria degli Usa.

Come nel caso dei debitori i creditori sono riusciti a superare la crisi attraverso l'aiuto di istituzioni (che hanno fornito il bene politico della creditworthiness). Ma come nel caso dei debitori non sono riusciti a superare i

problemi di più lungo periodo. Le fonti di instabilità che minacciavano e continuano a minacciare il sistema finanziario internazionale non sono state eliminate. Ne sono una prova gli atteggiamenti seguiti dalle principali banche nei due anni successivi.

Nei mesi che sono seguiti alla grande paura del 1984 le banche americane incoraggiate dalle autorità monetarie si sono impegnate a rinforzarsi sia migliorando la loro posizione patrimoniale sia sviluppando nuovi strumenti finanziari. Uno di questi è il mercato secondario dei crediti nel quale le banche scambiano tra loro crediti vantati nei confronti dei paesi indebitati. La tabella 8 fornisce alcuni prezzi del mercato secondario del debito latino Americano; i prezzi in centesimi per dollaro nominale di debito danno un'idea abbastanza chiara del fatto che i mercati finanziari hanno già scontato che il debito è in buona parte inesigibile. Queste perdite sono state esplicitamente riconosciute dalle banche stesse quando nel maggio 1987 la Citicorp ha deciso di accantonare circa 3 miliardi di dollari di riserve a fronte di perdite sui crediti nei confronti dei paesi dell'America latina. A seguito di questa decisione altre cinque banche hanno deciso (situazione al 17 giugno 1987) di accantonare riserve a fronte delle perdite sui debiti verso paesi sovrani. Anche le banche dunque riconoscono che la soluzione del problema del debito è ancora lontana e che, comunque essa implica che i costi di un aggiustamento siano sopportati da tutte le parti in causa.

3. Lo SME e la posizione dell'Italia

Lo Sme e l'Europa

Lo SME è un sistema monetario di tipo piramidale. Al vertice della piramide si colloca il rapporto marco/dollaro e, quindi, il rapporto tra la politica economica degli Usa e quella della Germania Federale. Quest'ultima rappresenta il canale di trasmissione degli impulsi che, dall'esterno, si propagano alle altre economie del sistema.

La struttura piramidale non è però sinonimo di staticità. Al contrario lo SME ha dimostrato, dal momento della sua nascita, una non indifferente capacità di trasformazione e di adattamento ai mutamenti dell'ambiente esterno. E' proprio questa capacità di trasformazione che si deve ritenere uno dei fattori alla base del sostanziale successo dello SME come area di integrazione monetaria.

Lo SME è nato in un periodo, la seconda metà degli anni settanta in cui nella gran parte industrializzati le autorità monetarie si muovevano verso la adozione di politiche basate sul controllo dei tassi di crescita della quantità di moneta ritenuto una condotta più idonea ad affrontare un ambiente fortemente inflazionistico e instabile e in cui occorreva introdurre elementi di "disciplina" rispetto alla precedente politica di controllo dei tassi di interesse. Con lo SME l'elemento di disciplina delle politiche monetarie è stato assicurato da una combinazione di disciplina monetaria nel paese centro e di disciplina dei tassi di cambio nei paesi restanti che, a differenza del paese centro, assegnavano priorità all'equilibrio esterno.

In questo contesto la Germania stabilisce la politica del sistema nei confronti del resto del mondo e, in particolare, nei confronti del dollaro.

Un'altra caratteristica degli accordi, è la asimmetria di comportamento del marco nei confronti del dollaro rispetto alle altre monete. La asimmetria comporta che fasi di forza del dollaro indeboliscono il marco in misura più che proporzionale rispetto alle altre monete rafforzando così la coesione del sistema, mentre il contrario avviene nelle fasi di debolezza della valuta americana. La asimmetria trova la sua spiegazione nella diversa posizione

internazionale del marco rispetto alle altre monete dello SME, nel diverso grado di sviluppo dei mercati finanziari nazionali e, in particolare, nel diverso grado di liberalizzazione valutaria vigente nei paesi membri. Ci si può attendere che una delle conseguenze del processo di liberalizzazione valutaria in atto nel nostro come in altri paesi potrà essere quello di accrescere il grado di coesione basato sul meccanismo della piramide.

La capacità di mutamento dello SME si è manifestata quando è stato necessario disporre di capacità di reazione alle duplici tensioni, esterne ed interne, che hanno caratterizzato l'esperienza agli accordi. Tale capacità di adattamento si nota, ad esempio, nella evoluzione dei meccanismi di intervento e nel ruolo dei riallineamenti. Ma si nota anche nella efficacia dello SME nell'imporre mutamenti anche radicali alle politiche macroeconomiche perseguite da alcuni dei suoi paesi membri.

Significativo in questo senso si è rivelato il riallineamento del marzo 1983 - per molti versi uno "spartiacque" nella storia dello SME - a seguito del quale la Francia ha scelto di rimanere negli accordi di cambio, dopo avere ripetutamente minacciato di uscirne, ma anche di imprimere una svolta di 180 gradi alla propria politica macroeconomica. Dopo quell'episodio il ruolo dei riallineamenti come momento di contrattazione "indiretta" delle politiche macroeconomiche si è accresciuto. Sono inoltre mutati i criteri per i meccanismi di intervento in difesa delle parità dando maggiore spazio agli interventi inframarginali. Si è consolidata una politica nei confronti del dollaro, nella organizzazione e gestione di interventi coordinati sui mercati dei cambi (con la partecipazione anche di paesi estranei agli accordi) per contrastare l'instabilità del dollaro.

La accresciuta cooperazione nell'ambito dello SME non è il frutto di un processo indolore. Al contrario, si tratta del risultato di compromesso tra politiche economiche nazionali spesso tra loro divergenti, almeno ex-ante. Per comprendere meglio questo processo occorre considerare gli obiettivi di politica economica e monetaria dei vari paesi in un'ottica di lungo periodo distinguendo, a scopo esemplificativo, tra paese centro, paesi "lealisti" (i membri del vecchio serpente) e paesi "indisciplinati" (Italia e Francia) rispetto alla politica tedesca.

Le Politiche degli Stati Membri dello SME

Gli obiettivi dichiarati della politica monetaria tedesca si possono riassumere nel controllo dell'inflazione all'interno e nella minimizzazione delle oscillazioni del tasso di cambio reale e del disordine sui mercati valutari. Il perseguimento di questi obiettivi conduce alla politica della Strong currency option (SCO) nei confronti dei paesi europei. Tale scelta può essere interpretata come un processo di scambio di un bene pubblico - la stabilità monetaria - offerto dalla Germania ai paesi restanti che accettano di subordinare la propria politica monetaria a tale obiettivo. Il perseguimento della SCO si può considerare come l'equivalente esterno del perseguimento del rigore monetario all'interno.

La Germania può avanzare giustificazioni solide per una politica del genere, soprattutto se si considerano i suoi interessi di lungo periodo. L'economia tedesca rimane essenzialmente un sistema a crescita export-led e dunque dipendente dall'andamento della domanda estera. E' obiettivo dichiarato delle autorità monetarie tedesche l'ottenimento di una struttura della bilancia dei pagamenti "favorevole", che comporti un surplus di partite correnti a fronte di un deficit nei movimenti di capitale a lungo termine. Una tale

struttura è inoltre congeniale al processo di crescente internazionalizzazione dell'industria e del sistema finanziario tedeschi, che cominciano a comportare deficit strutturali nei movimenti di capitali a lungo termine.

E' convinzione delle autorità monetarie tedesche che un tale modello di sviluppo si sostiene mantenendo un ambiente favorevole agli operatori privati - essenzialmente a un apparato banca industria fortemente integrato e in cui prevale un modello di banca universale - piuttosto che intervenendo direttamente sui meccanismi di mercato. La capacità di controllo di tale meccanismo da parte della Bundesbank - che gode di un grado di autonomia dal governo centrale tra i più elevati - si è accresciuto in quanto, oramai da qualche anno, il demand management nell'ambito dell'economia tedesca è passato di fatto nelle mani delle autorità monetarie.

La strong Currency Option rappresentata dallo SME si inserisce bene in una simile strategia. I paesi dello SME rappresentano oltre il 50 per cento dei mercati di sbocco e di importazione dell'economia tedesca e questa nota supera il 75 per cento se si includono altri paesi dell'area del marco come l'Austria e la Svizzera e un potenziale membro dello SME come la Gran Bretagna. Il governo monetario di questa area permette alla Germania un controllo, almeno parziale delle proprie ragioni di scambio. Queste considerazioni chiariscono anche perchè non è nell'interesse tedesco promuovere una politica espansiva in Europa. O meglio un'espansione in Europa è nell'interesse tedesco ma solo nella misura in cui ciò non danneggia l'obiettivo della stabilità monetaria interna ed esterna e quello, ad esso complementare, di una "favorevole" struttura della bilancia dei pagamenti.

Paesi "lealisti" e "indisciplinati" si distinguono tra loro per il diverso grado di accettabilità della Strong Currency Option. Questo è certamente più elevato per i primi, i quali oltre a presentare un grado di integrazione reale e finanziaria con il paese centro più elevati, hanno seguito una simile esperienza per un intervallo più lungo, che risale al periodo, del decennio passato, del "serpente". Per i secondi la SCO si presenta come un'opzione dalla desiderabilità diversa e per più ragioni. Tra queste si trovano: la diversa dimensione relativa, la diversa struttura industriale e finanziaria, il diverso tipo di struttura istituzionale e di regolamentazione e, infine, per quello che si può definire un maggior "bisogno di crescita" delle due economie "indisciplinate".

Una testimonianza indiretta di quest'ultimo punto può emergere dalla disamina del comportamento della politica monetaria nei paesi in questione. Gli studi su questo argomento suggeriscono che, se per la Germania la scelta principale è quello tra crescita e stabilità monetaria, per Francia e Italia la scelta principale è quello tra crescita ed equilibrio dei conti con l'estero. Ciò sembra confermato anche dall'andamento dei saldi correnti dei paesi in questione. Negli anni dello SME (ma anche in precedenza) Germania (e Olanda) hanno sistematicamente presentato attivi di parte corrente (e quindi per tali paesi l'equilibrio esterno non si è presentato come un vincolo alla crescita) mentre i restanti paesi hanno, sia pure con diversa intensità e frequenza, presentato deficit in conto corrente (e dunque il problema dell'equilibrio esterno si è presentato per questi paesi come ricorrente).

Questo punto ci permette una ulteriore considerazione. Se si considera lo SME dal punto di vista della distribuzione dei saldi commerciali esso si presenta assai diverso da un sistema come quello -ad esempio- di Bretton Woods, cioè un sistema sostanzialmente orientato alla crescita -perchè espansiva era la politica del paese centro- che permetteva ai paesi satelliti di ottenere surplus correnti (anche se il parallelo tra gli Stati Uniti degli anni '60 e la Germania degli anni '80 non deve essere spinto troppo oltre).

Se lo si valuta dal punto di vista della capacità di accrescere la convergenza monetaria lo SME costituisce però un successo. La convergenza monetaria dei paesi membri si è certamente accresciuta dall'inizio degli accordi (v. tab. 6). Ciò che più conta, però, è che tale convergenza si è verificata non verso un qualche valore medio ma verso il valore più basso, che è quello tedesco. La convergenza monetaria ha assunto un andamento deciso solo dopo il 1983, cioè dopo che le principali tensioni interne agli accordi sono state eliminate. Allo stesso tempo i paesi dello SME, sotto la spinta della politica monetaria tedesca, hanno potuto attuare, nel momento di maggiore crescita dei tassi di interesse negli Usa, un - almeno parziale - sganciamento dei tassi di interesse da quelli Usa. Tale sganciamento è stato assorbito dalla svalutazione delle monete dello SME nei confronti della valuta americana. Sembra quindi, almeno sotto questo aspetto, che lo SME è in grado di costituire una sia pur parziale difesa nei confronti della instabilità monetaria proveniente dall'esterno. In realtà tale capacità sembra essere disponibile nelle fasi di rivalutazione del dollaro, quando cioè la asimmetria accresce la coesione degli accordi. Un effetto diverso, asimmetrico, si deve constatare nei periodi di svalutazione del dollaro, come quello attuale.

Alcuni effetti dello SME

Dopo il 1983, inoltre, si è verificata una variazione della posizione competitiva - misurata dall'andamento dei tassi di cambio effettivi reali - che, almeno apparentemente, ha danneggiato Francia e Italia favorendo la competitività dell'economia tedesca (v. tab. 7).

Una valutazione completa degli effetti della politica di "cambio forte" e in generale della rivalutazione del tasso di cambio reale sulla performance della economia italiana non può essere ancora pienamente approfondita data la brevità del periodo in cui tale politica è stata condotta. Alcuni primi studi (Milano 1987) suggeriscono però che l'industria italiana stia reagendo positivamente a tale politica nel senso che ha intrapreso politiche di ristrutturazione per migliorare la produttività globale del sistema.

Più in generale occorre porsi il problema del se e in che misura lo SME rappresenti un meccanismo di deflazione nei confronti delle economie che ne fanno parte. Si tratta di una domanda a cui è assai difficile rispondere. Una valutazione completa di questo aspetto richiederebbe infatti la considerazione dell'insieme delle relazioni macroeconomiche dei paesi dello SME. Possiamo però sostenere quanto segue. In assenza dello SME sarebbe assai più difficile poter perseguire una politica monetaria (tendenzialmente) restrittiva come quella portata avanti negli ultimi anni nel nostro paese. Lo SME, in altri termini, rappresenta un elemento di disciplina esterna efficace. Se si considera l'andamento di variabili come il tasso di crescita del reddito e quello degli investimenti (v. tab. 9) si nota che questo segnala una crescita e una accumulazione per i paesi dello SME inferiore rispetto a quella registrata nel periodo precedente e ciò vale sia per i paesi "lealisti" che per quelli "indisciplinati". Il periodo di crescita e di accumulazione sostenuta registrata nel nostro come negli altri paesi negli ultimi tre anni segue un periodo di recessione e di accumulazione di capitale a tassi negativi ed è significativamente coincidente con il periodo di espansione dell'economia Usa.

Ciò sembra suggerire che, se è difficile sostenere con certezza che lo SME rappresenti di per sé un elemento di repressione della crescita, non si può certo dire che rappresenti un meccanismo espansivo. Lo SME si può raffigurare come un'economia export-led la cui crescita dipende dalla crescita altrui,

soprattutto nord-americana, per un dato andamento del rapporto di cambio nei confronti del dollaro. Questo atteggiamento "passivo" nei confronti della crescita, d'altra parte, sembra essere il prezzo da pagare per assicurare la stabilità monetaria attraverso il meccanismo della piramide.

I rapporti dello SME con il Sistema Internazionale

Questo comportamento dello SME come "area macroeconomica" oltre che area monetaria ripropone il problema del rapporto con il dollaro e in generale della politica economica verso l'esterno dell'area.

Per considerare questo aspetto è utile rifarsi all'ipotesi dei cicli valutari discussa in precedenza. Da questa ipotesi discendono alcune conseguenze rilevanti.

In primo luogo l'alternanza di fasi di ascesa e di discesa del rapporto marco/dollaro comporta la alternanza di periodi di stabilità e instabilità all'interno dello SME a causa della asimmetria di comportamento tra marco e altre valute. In secondo luogo nelle fasi di indebolimento del dollaro diventa più costoso e difficile praticare una politica del cambio forte quale quella perseguita nel nostro paese, in quanto essa pone il sistema produttivo di fronte alla prospettiva di perdere competitività di prezzo nei confronti dell'area del dollaro (che ha acquistato importanza crescente in questi anni anche come area di sbocco); senza poter recuperare completamente competitività nei confronti dell'area del marco. In terzo luogo questa alternanza sottopone il sistema produttivo a stimoli e pressioni di direzione opposta e (probabilmente) asimmetrici le cui conseguenze meritano studi più approfonditi.

L'andamento ciclico del dollaro è al tempo stesso causa e conseguenza di una alternanza nella politica economica degli Usa che, come discusso nei paragrafi precedenti, può accentuare anche sensibilmente l'instabilità dei tassi di cambio. Ma se alla ciclicità dei tassi di cambio è associata la alternanza tra fasi espansive e recessive dell'economia Usa si hanno altre volte conseguenze per i paesi dello Sme. La solidità dello Sme come "regime monetario" sembra infatti associato alla sua scarsa propensione alla crescita in quanto generata dalla espansione della domanda interna. Ne segue che prospettive di crescita più sostenute sono associate all'espansione dell'economia americana. Il profilo temporale di quest'ultima, a sua volta, è limitato dalla instabilità monetaria crescente che si accompagna a episodi espansionistici in un ambiente internazionale, quale quello attuale, contrassegnato a un tempo da elevata interdipendenza commerciale, ma soprattutto finanziaria, e da assenza di coordinamento sulle politiche macroeconomiche dei principali paesi. In un simile contesto un ragionevole atteggiamento è quello di operatori che non assumono i periodi di crescita stabile come fenomeni destinati a durare nel tempo.

Da questo punto di vista la dipendenza europea dalla domanda esterna mantiene le economie del continente nella trappola delle aspettative, ricordata in precedenza che sembra caratterizzare il modo di essere delle economie europee da oltre un decennio a questo parte.

Ove una effettiva cooperazione tra grandi aree fosse messa in atto i cicli valutari, e l'instabilità ad essi associata, potrebbero se non venire eliminati quantomeno essere attenuati allentando sia pure in parte il vincolo della trappola delle aspettative.

Le prospettive della Cooperazione Monetaria in Europa

E' stata discussa in precedenza l'opinione secondo la quale la stabilità del sistema internazionale non può essere raggiunta in assenza di un paese in

grado e disposto a fungere da stabilizzatore come nel caso del sistema di Bretton Woods. Eppure è proprio l'esperienza dello SME che sembra suggerire che una cooperazione è possibile anche in assenza di un paese "egemone" (e che tale ruolo non possa essere ricoperto nell'ambito SME dalla Germania lo suggerisce la condotta non espansiva della politica economica tedesca. Nel corso dell'esperienza dello SME condizioni cooperative si sono in parte verificate e, soprattutto si sono verificate in senso dinamico, e hanno dato vita a un meccanismo economico-istituzionale con una notevole capacità di evoluzione al suo interno. Allo stato degli atti il grado di cooperazione all'interno degli accordi si riassume nel "pacchetto negoziale" che fronteggia i paesi membri. Tale pacchetto prevede: che i paesi che ancora mantengono, restrizioni ai movimenti di capitale - come Francia e Italia - le aboliscano; che i paesi che ancora mantengono la banda di oscillazione allargata - come l'Italia - la abbandonino; che la Gran Bretagna aderisca agli accordi di cambio; che la Germania riconosca lo status di valuta all'Ecu. Come è noto alcune di queste condizioni si sono già realizzate.

Le vicende recenti dello Sme sembrano suggerire che almeno alcune componenti di questo pacchetto saranno presto adottate e da questo si potrebbe dedurre un rafforzamento del meccanismo dello SME.

E', d'altra parte, la accresciuta instabilità monetaria che accresce la desiderabilità dello SME come meccanismo difensivo (e dunque della sua attuale configurazione basata sulla piramide). Da questo punto di vista una previsione prudente è che lo SME, nella misura in cui continuerà a rafforzarsi accentuerà i suoi aspetti di "area del marco". La stabilità di questo tipo di regime monetario potrà probabilmente essere messa in discussione solo nella misura in cui il regime macroeconomico che ad esso è sotteso entrerà in contrasto con il fabbisogno di crescita di alcuni dei paesi membri degli accordi. Ma una simile valutazione richiede di considerare accanto alla politica monetaria anche tutti gli altri strumenti che concorrono a determinare il tasso di crescita di un sistema economico.

iai ISTITUTO AFFARI
INTERNAZIONALI - ROMA

n° inv. 9377

CA