

## Il contributo dell'Ecu alla stabilità dei cambi: un'ulteriore replica

Secondo il parere della Commissione Delors, una singola valuta sarebbe una caratteristica auspicabile per un'unione monetaria. Studiare gli effetti potenziali di un mercato ben sviluppato e ampiamente accessibile di tale singola valuta, che troverebbe nell'Ecu un ovvio candidato, assume, pertanto, grande rilevanza. Da questo punto di vista, il contributo di Fornari alla discussione sul contributo degli effetti potenziali dell'Ecu sulla stabilità dei cambi è benvenuto. Poiché egli applica la stessa procedura da noi seguita, il nostro commento si limiterà (a) a chiarire alcuni aspetti del nostro lavoro che, secondo noi, sono male interpretati da Fornari e (b) a difendere il ruolo degli arbitraggi e della copertura del rischio di cambio da parte delle banche, argomenti che Fornari critica e che occupano un posto prevalente all'interno del nostro articolo.

In primo luogo, la principale conclusione del nostro lavoro, non è che «le tre situazioni di maggiore instabilità [dei cambi] ..., sono state sufficientemente forti non soltanto da bilanciare il contributo positivo dell'Ecu alla stabilità dei cambi, ma da renderlo negativo» (Fornari, 1989, p. 541). Come Sarcinelli, anche Fornari interpreta erroneamente la nostra analisi, intendendola come ricerca di un movimento — verso la stabilità o l'instabilità — dei tassi di cambio. Il nostro obiettivo in realtà è più modesto: ci limitiamo a porre in dubbio l'ipotesi "forte" secondo cui l'Ecu favorisce la stabilità dei tassi di cambio in ogni circostanza. Per rifiutare tale ipotesi è sufficiente un solo controesempio. Nell'analisi condotta sul totale dei paesi analizzati, ne sono stati trovati tre. Dal punto di vista europeo, tutti i confronti effettuati sembravano far rifiutare l'ipotesi di contributo stabilizzante. Sulla base di questi risultati avevamo concluso che «l'inclusione dell'Ecu fra le monete di investimento accentu[a] l'instabilità dei cambi» (Jager e de Jong, 1988a, p. 83); perciò avevamo suggerito alcune misure volte a minimizzare la possibilità che si verifici il caso di un aumento delle fluttuazioni (si veda Jager e de Jong, 1988b, p. 366).

Sebbene Fornari applichi più o meno lo stesso metodo da noi utilizzato, la tecnica media-varianza, la sua analisi si discosta dalla nostra per molti dettagli. Infatti egli usa differenti opportunità di investimento, numerari e periodi. Un noto problema nell'applicazione del metodo risiede

nella scelta del portafoglio preferito dal totale delle composizioni efficienti. L'approccio consigliato è quello di utilizzare il portafoglio determinato dalla tangenza tra la frontiera efficiente e la *capital market line*. Questa è una buona approssimazione del comportamento del mercato, ed è il metodo da noi utilizzato. Se questo portafoglio non può essere determinato, o se non viene usato questo approccio, si può optare per il portafoglio di minima varianza sulla frontiera efficiente. Esempi di questa scelta possono essere trovati in Maserà (1987) e in Jager e de Jong (1987). I portafogli così individuati implicano un comportamento estremo di avversione al rischio. Tale eccesso può essere sostanzialmente eliminato usando informazioni empiriche sulla distribuzione di probabilità dei rendimenti degli investimenti presi in considerazione. Questa variante è descritta in Jager e de Jong (1987). Fornari, ad ogni modo, sceglie il portafoglio di minimo rischio. Questa scelta aumenta la quota ottima di Ecu nel portafoglio (si veda Maserà, 1987).

Per quanto riguarda la scelta degli investimenti dal punto di vista del "totale dei paesi", Fornari dubita della significatività della scelta delle valute da noi operata. Le quattro valute scelte sono, quantitativamente, le più importanti nel mondo; tale scelta sembra ovvia. La critica di Fornari basata sulla constatazione che l'«Ecu ... non ha ruolo nei portafogli degli investitori non-europei, né in quelli degli investitori tedeschi» (p. 545), non è attinente all'argomento. Noi abbiamo determinato i portafogli composti da ottimi investimenti internazionali. Il risultato pratico può ampiamente differire da quello teorico. Ciò che importa è che gli investitori considerati — e nella nostra analisi ci sono anche investitori di 11 altri paesi (europei) — possano investire in Ecu. Nel nostro ipotetico — e al tempo stesso desiderato — caso di un mercato dell'Ecu perfettamente sviluppato, quest'assunzione è certamente sostenibile.

Con riferimento ai periodi scelti, Fornari pensa che siano caratterizzati da una fase durante la quale «l'Ecu privato e il suo mercato non erano sviluppati» (Fornari, 1989, p. 545). Su questo punto vanno fatte due precisazioni. In primo luogo, i movimenti del dollaro sono tra le principali fonti dell'instabilità dei cambi all'interno dello SME. È per questo che abbiamo suddiviso il periodo 1979-1985 in sottoperiodi, e precisamente un periodo di dollaro debole, uno di dollaro forte e un periodo di transizione. Il fatto di poter distinguere questi tre periodi ha un vantaggio aggiuntivo: all'interno di ogni periodo diviene più realistica l'assunzione di stabilità delle varianze e delle covarianze dei tassi di rendimento. Questa circostanza favorisce l'applicabilità del Capital Asset Pricing Model (CAPM). In secondo luogo, in ogni periodo viene introdotta la desiderabile possibilità di trattare gli Ecu privati su un mercato parallelo a quelli delle valute nazionali e di disporre di un mercato dell'Ecu ben sviluppato e facilmente accessibile. Sono anche state fatte alcune assunzioni aggiuntive per garantire che l'esistenza del mercato dell'Ecu possa alterare la stabilità del mercato dei

cambi unicamente alterando la struttura geografica dei flussi di capitali internazionali (si veda Jager e de Jong, 1988a, p. 66). Subordinatamente a queste assunzioni, il ruolo effettivo dell'Ecu nei periodi esaminati è irrilevante per il risultato ottenuto. Ciò che è vero è che i dati da noi utilizzati sono influenzati dagli avvenimenti verificatisi nel periodo considerato. Si potrebbe obiettare che, nel periodo utilizzato per il nostro studio (1979-1984), la frequenza dei riallineamenti nell'ambito SME possa aver disturbato la stabilità dei rendimenti dell'Ecu. Tuttavia, i risultati presentati in Jager e de Jong (1987) sembrano indicare la direzione opposta.

Esaminiamo ora quello che Fornari considera il suo principale contributo alla discussione sulla stabilità dei cambi, cioè il ruolo degli arbitraggi. Contrariamente a quanto suggerito da Fornari, noi non introduciamo gli arbitraggi per far luce sulle funzioni di una valuta di riserva diverse dalla funzione di investimento o di riserva di valore. L'arbitraggio non ha nulla a che vedere con le altre due funzioni delle valute di riserva: cioè unità di conto e mezzo di transazione. Queste altre due funzioni non sono importanti per il nostro scopo, poiché le variazioni nei tassi di cambio sono alimentate dai cambiamenti che hanno luogo nei mercati valutari. Tali cambiamenti si realizzano per mezzo di flussi di capitali internazionali, che nascono da cambiamenti nella profittabilità relativa delle valute di investimento, e non a causa delle altre due funzioni delle valute di riserva. Considerando solamente la funzione di investimento dell'Ecu, si introduce automaticamente la possibilità di arbitraggio dato che la valuta europea è un paniere di valute. La sua domanda e la sua offerta non hanno bisogno di essere bilanciate. Un disequilibrio nel mercato dell'Ecu può causare un iniziale cambiamento nel prezzo dell'Ecu. Questa circostanza creerà possibilità di arbitraggio, che si realizzeranno attraverso spostamenti tra l'Ecu e le valute componenti. Ovviamente in tale circostanza gli arbitraggisti massimizzatori di profitto, cioè le banche, daranno luogo ai flussi desiderati di arbitraggi. Alternativamente, le banche possono creare posizioni aperte in Ecu, indotte da cambiamenti nella domanda del settore non-bancario. Queste posizioni, comunque, sono generalmente chiuse appena possibile, di regola nell'ambito della stessa giornata. «Le banche possono coprire in molti modi le loro posizioni non pareggiate in Ecu e tutti hanno in comune la caratteristica che la domanda o offerta netta di Ecu è ripartita tra le monete che compongono il paniere Ecu» (Jager e de Jong, 1988a, p. 64).

Secondo il punto di vista di Fornari, «l'effetto degli arbitraggi potrebbe essere più o meno ritardato nel tempo a causa di un inefficiente funzionamento dei mercati, o potrebbe dar luogo a forze speculative in vista di riallineamenti nel Sistema» (Fornari, 1989, p. 547). Non comprendiamo tale affermazione. I mercati finanziari sono generalmente reputati altamente efficienti. In tali mercati le notizie sono immediatamente incorporate nei prezzi. Questo avviene con certezza nel nostro ipotetico caso, desiderato dalla Commissione Delors, di un mercato dell'Ecu pienamente sviluppato e

di flussi di capitali liberalizzati all'interno dell'area SME. Le possibilità di speculazione non impediscono affatto il materializzarsi dei profitti da arbitraggio. Gli aggiustamenti di portafoglio in risposta a variazioni attese dei tassi di cambio sono per definizione flussi di capitale speculativi. In effetti, come abbiamo sostenuto, sono proprio tali flussi la fonte dei profitti da arbitraggio. Perciò, è improbabile che le inefficienze, ed è impossibile che la speculazione possano danneggiare le nostre tesi basate sugli effetti di arbitraggio. Anche se assumiamo che per il momento il ragionamento di Fornari sia valido, va notato che nel prossimo futuro la sua validità è destinata a diminuire. La concretizzazione delle proposte per la liberalizzazione dei movimenti dei capitali nello SME accrescerà l'efficienza di funzionamento dei mercati finanziari. Il coordinamento delle politiche economiche richiesto dall'obiettivo dell'unione monetaria ridurrà la frequenza con la quale le tensioni all'interno dello SME danno luogo a flussi speculativi di capitali, dovuti ad attese di riallineamenti dei cambi.

È interessante notare come i risultati quantitativi ottenuti da Fornari risultino simili ai nostri, nonostante le differenze ora ricordate nella realizzazione dell'approccio media-varianza. La similarità dei risultati dà supporto alla validità della nostra conclusione sull'effetto dell'Ecu sulla stabilità dei cambi. Anche i calcoli effettuati da Fornari, infatti, mostrano la possibilità di un effetto destabilizzante dell'Ecu sui cambi. Limitandoci al passaggio dal 1985-87 al 1987-89, e al "totale dei paesi", le tavole 4 e 5 da lui elaborate mostrano che solo la variazione del valore del marco contro il DSP aumenta a causa dell'inclusione dell'Ecu. Le due tavole, però, contengono una piccola selezione di tutti i tassi di cambio contenuti nelle tavole base 2 e 3. Si possono calcolare, con facilità, questi altri tassi e l'impatto dell'Ecu su questi ultimi. Da questo materiale addizionale risulta, ad esempio, che la variabilità del fiorino contro cinque altre valute nazionali (su un totale di nove) aumenta a causa dell'introduzione dell'Ecu. Questo aumento riguarda il cambio del fiorino contro il marco, il franco, il dollaro, lo yen e la corona danese. Se sono considerati gli arbitraggi, che come si è ricordato è la sola situazione rilevante, anche le tavole 4 e 5 di Fornari indicano una notevole instabilità dovuta all'Ecu: in conseguenza della sua inclusione, quattro dei nove tassi di cambio considerati mostrano maggiore instabilità. Nel nostro studio abbiamo trovato effetti simili degli arbitraggi sulla relazione tra Ecu e stabilità dei cambi.

Un risultato apparentemente in conflitto nei due studi riguarda l'impatto della forza del dollaro sulla posizione del marco nel meccanismo dei cambi SME. Fornari sostiene che, a differenza dei nostri risultati, viene riscontrata, nei suoi, la tendenza che associa ad un dollaro forte un marco debole in confronto alle altre valute SME e viceversa. Nel passaggio dal 1985-87 al 1987-89, nella tavola 1 dell'articolo di Fornari (p. 542), la quota del marco si riduce, ma non a vantaggio del dollaro! Infatti, nel secondo periodo, il dollaro scompare quasi dai portafogli ottimi. Non si tratta,

quindi, di una sostituzione del dollaro per il marco — che è l'idea alla base della presunta relazione dollaro/marco — ma di una sostituzione del marco con le altre valute SME. Una possibile spiegazione della sostituzione osservata potrebbe essere l'effetto dell'annuncio di una tassa del 10% sugli investimenti in Germania. Questa circostanza avrebbe indotto una fuoriuscita di capitali dalla Germania, un marco conseguentemente più debole, e un pregiudizievole andamento dei rendimenti sugli investimenti in marchi, nel periodo 1987-89. La scarsa redditività della valuta tedesca avrebbe ridotto la quota del marco nel portafoglio ottimo, qualunque fosse stata la valuta numerario prescelta.

Per concludere, nonostante le nostre critiche, reputiamo l'analisi di Fornari un valido contributo all'importante argomento dell'influenza potenziale dell'Ecu sulla stabilità dei cambi. Nonostante la differente scelta di opportunità di investimento, numerari e periodi esaminati, e il diverso portafoglio efficiente selezionato, Fornari ottiene risultati simili ai nostri. La sua analisi dà perciò un qualche sostegno alla validità delle affermazioni che (1) movimenti opposti nei valori del dollaro e del marco non possano essere spiegati da sostituzioni reciproche di queste valute e che (2) esista la possibilità che l'introduzione dell'Ecu aumenti l'instabilità dei cambi.

HENK JAGER e EELKE DE JONG

#### BIBLIOGRAFIA

- FORNARI F., 1989, "Il contributo dell'Ecu alla stabilità dei cambi: un'ulteriore commento", in questa *Rivista*, pp. 541-48
- JAGER H. e E. DE JONG, 1987, "The Exchange-rate Mechanism of the EMS and the Ecu as a Reserve Asset: an Impending Incompatibility", *European Economic Review*, 31, pp. 1071-1091.
- JAGER H. e E. DE JONG, 1988a, "L'impatto potenziale dell'ECU privato sulla stabilità di cambio globale ed europea", in questa *Rivista*, n. 161, pp. 59-85.
- JAGER H. e E. DE JONG, 1988b, "Il contributo dell'ECU alla stabilità del tasso di cambio: una replica", in questa *Rivista*, n. 163, pp. 363-367.
- MASERA R.S., 1987, "An Increasing Role for the Ecu: a Character in Search of a Script", *Essays in International Finance*, n. 167, Princeton (N.J.).