

Il contributo dell'ECU alla stabilità dei cambi: una replica

1. In un articolo di circa venticinque pagine che apparve su questa Rivista nel 1986 (Lo SME e il sistema monetario internazionale: verso una maggiore stabilità) cercai di sintetizzare una somma di esperienze relative allo sviluppo dello SME inteso sia come accordo di cambio sia come potenziale zona monetaria basata su un metro comune, l'ECU, nonché alcune linee direttrici di possibile evoluzione del sistema monetario internazionale; ciò avveniva a poca distanza dal momento in cui, avendo la libera fluttuazione manifestato tutti i suoi limiti, si andavano discutendo e attuando accordi, come quello del Plaza Hotel di New York, per rendere più governabile il corso dei cambi.

Nel valutare positivamente i risultati raggiunti nell'Europa comunitaria degli accordi monetari del 13 marzo 1979 che, a mio avviso, intesero offrire i "public goods" della stabilità dei cambi e del metro monetario europeo, evitai di trarre la conclusione di una facile estensione dei medesimi al livello mondiale, per la mancanza di un'equivalente spinta all'integrazione economica, giuridica e politica; mi contentai di suggerire un meccanismo di "target zones" per il cui funzionamento le regole di condotta monetaria avrebbero dovuto essere modificate e cooperativamente adottate; l'esperienza di questi ultimi tempi (autunno 1987-inverno 1988) ne sta concretamente dimostrando la necessità.

2. Nella mia breve analisi storico-istituzionale del funzionamento dello SME, basata come è noto sul doppio "pilastro" dell'accordo di cambio e di una comune unità monetaria, dedico a quest'ultima nello studio citato alcuni cenni, sia pure frettolosi, non solo con riferimento a ciò che essa è, ma anche a quello che potrebbe o dovrebbe essere.

Che l'ECU fosse da me intesa più come astratta unità monetaria della Comunità, che come paniere di valute dei suoi stati membri, si evince soprattutto dalla lettura dei brevi paragrafi 3.3. e 3.4. in cui accenno alla possibilità di far coincidere l'ECU con il marco tedesco o di avere una valuta di riserva sovranazionale. D'altra parte, sin dal marzo 1981 avevo espresso insoddisfazione per la "struttura a paniere" dell'ECU e avevo auspicato la sua sostituzione con un'unità monetaria vera e propria ("La Banca d'Italia e le prospettive di un mercato finanziario in euroscudi" in "Un Mercato Finanziario

Italiano in Euroscudi", Trieste, 21 marzo 1981, *Quaderni dell'Istituto per gli Studi Assicurativi*, n. 34).

Alla fine del paragrafo 3.4. mi accade di affermare: «Oltre al noto problema del riconoscimento all'ECU dello "status" di valuta da parte di tutti i paesi membri, rimane quello di una "costituzione" dell'ECU e dello SME, che possa servire non a sostituire le strutture monetarie esistenti nei singoli paesi, ma a creare un sistema finanziario parallelo a livello europeo. Se l'ECU potrà svolgere questa funzione e al tempo stesso mostrare la sua "qualità" di valuta meno soggetta al rischio di cambio, anche se non adottata come unica moneta legale dai paesi membri, essa assumerebbe i requisiti per sviluppare un ruolo di riserva. *L'affermazione dell'ECU, oltre che come mezzo di scambio e di investimento anche come valuta di riserva internazionale, contribuirebbe in non piccola misura a una maggiore stabilità dell'attuale mondo multipolare*» (pag. 382 — corsivo non nel testo).

3. I proff. Jager e de Jong ("L'impatto potenziale dell'ECU privato sulla stabilità di cambio globale ed europea", in questa Rivista, n. 161, 1988) dell'Università di Amsterdam in un elegante saggio sull'influenza dell'ECU privato sulla stabilità dei cambi a livello mondiale e a quello europeo obiettano all'ultima mia proposizione riportata in corsivo nel paragrafo precedente. Essi affermano che trattandosi di una moneta-paniere, l'arbitraggio genera un mutamento di valore delle monete che lo compongono nella stessa direzione in cui varia l'ECU, il che «provoca impatti divergenti sulle maggiori monete del mondo e può porre in pericolo la stabilità dei cambi». Inoltre, allorquando si abbia per effetto di uno "shock" esogeno temporaneo¹ una ricomposizione del portafoglio, la variazione della quota di una moneta in quest'ultimo dipende dal grado di sostituibilità tra le monete che lo compongono; l'aggiunta dell'ECU di norma influisce con diversa intensità sulle varie quote delle monete interessate sia al momento della sua introduzione sia dopo lo "shock" esogeno. Argomentano, perciò, i citati autori che «è impossibile dedurre una conclusione generale con riferimento all'effetto dell'ECU sulla stabilità dei tassi di cambio indipendentemente dall'analisi empirica».

A questo fine fanno ricorso al "capital asset pricing model", utilizzando per ogni paese considerato i rendimenti effettivi, espressi nella moneta nazionale e su base mensile, degli investimenti nelle monete costituenti il portafoglio internazionale definito a livello mondiale come insieme di dollaro, yen, marco, sterlina ed ECU o a livello europeo come insieme delle cinque monete citate più il franco

¹ Jager e de Jong qualificano come "shock" esogeno anche la politica monetaria di uno dei paesi membri indotta dalla presenza degli ECU pubblici e, soprattutto, dalla mancanza di un limite efficace alla creazione di ECU privati. Val la pena di ricordare che i severi limiti posti alla mobilitazione dei primi sono stati solo progressivamente allentati e che ampio è il convincimento, anche in seno alle autorità monetarie, che lo sviluppo dei secondi non rappresenti un pericolo maggiore per il controllo monetario di quello costituito da un qualsiasi euromercato.

francese, quello belga, la lira e il fiorino. Da quest'analisi empirica, gli autori traggono la conclusione che, sebbene l'ECU abbia un'influenza stabilizzatrice sulle quote relative in nove dei dodici confronti che essi effettuano tra monete a livello globale, le tre situazioni di accresciuta instabilità da loro riscontrate, che riguardano i rapporti dollaro-marco,² dollaro-yen e marco-yen, dimostrano l'infondatezza della mia affermazione che lo sviluppo dell'ECU accrescerebbe considerevolmente la stabilità dell'attuale mondo multipolare.³

4. Le obiezioni a questa critica possono essere di vario ordine. In primo luogo, io faccio riferimento non solo all'ECU come strumento d'investimento (e mezzo di scambio), ma anche come valuta di riserva internazionale, sicché il contesto cui mi riferisco è più ampio e articolato di quello più ridotto e omogeneo scelto da Jager e de Jong. Inoltre, parlo di un contributo a una maggiore stabilità dell'attuale mondo multipolare, usando verbi al condizionale e basandomi sui risultati di altri studi allora disponibili (cfr. Rainer S. Masera, "An increasing role for the ECU: a character in search of a script", in *Essays in International Finance*, no. 167, June 1987, Princeton University).

In secondo luogo e sul terreno specifico della metodologia impiegata da Jager e de Jong non va dimenticato che il "capital asset pricing model" poggia sull'assunto, tra gli altri, che tutti gli individui abbiano aspettative omogenee; soltanto a questa condizione è possibile affermare che il portafoglio del mercato è sempre efficiente. Poiché con aspettative eterogenee ciò non è necessariamente vero, il "capital asset pricing model" diviene non verificabile empiricamente, essendo l'unico "test" accettabile quello che congiuntamente tende ad accertare se il portafoglio del mercato è efficiente. Poiché è almeno dubbio che gli operatori abbiano tutti le stesse informazioni sulla distribuzione dei futuri rapporti di cambio, l'assunto dell'omogeneità delle aspettative appare non particolarmente realistico. Pertanto, l'analisi di Jager e de Jong, sebbene raffinata, non è priva di ambiguità che necessariamente si riflettono sui loro risultati empirici.

Inoltre, non va trascurato che le conclusioni dello studio si fondano su una base informativa che può ritenersi non molto ampia, essendo costituita dai rendimenti trimestrali, osservati mensilmente, di investimenti effettuati in tre periodi di due o tre anni ciascuno; la composizione dei portafogli viene quindi ottenuta sulla base di 24-36 osservazioni.

Pur volendo ammettere che la base informativa sia sufficiente e che il portafoglio di tangenza con la "capital market line" sia effettivamente quello che massimizza la funzione di utilità del mercato, si potrebbe addirittura

² Secondo gli autori, l'influenza destabilizzante dell'ECU nei rapporti dollaro-marco appare ancora più forte se come "numéraire" si usa il fiorino olandese.

³ È opportuno ricordare che due dei tre casi di riscontrata, maggiore instabilità sono relativi al passaggio dal primo periodo (1976 IV-1979 III) al secondo (1979 IV-1981 III); gli accordi dello SME, che consacrarono l'ECU, furono resi operativi nel primo trimestre del 1979 (13 marzo).

ribaltare l'argomentazione sviluppata e sostenere che l'evidenza presentata tende a respingere l'ipotesi di instabilità creata dall'ECU. Infatti, la presenza di dieci osservazioni su dodici (inclusa quella relativa alla relazione dollaro-marco nel caso di "no arbitrage") che contraddicono l'ipotesi di instabilità sembra essere statisticamente sufficiente a confutarne la validità con un ragionevole grado di confidenza.

5. La mia affermazione che ha originato questo dibattito può essere spiegata con un apparato analitico molto più modesto. Se si suppone che le monete internazionali siano principalmente tre (ad esempio, il dollaro, il marco e lo yen) e che uno "shock" esogeno influenzi al ribasso le aspettative relative ad una di queste tre, ne consegue che vi sarà un movimento per uscire dalla moneta di cui è atteso il deprezzamento e ad entrare nelle altre due; i cambi a pronti di oggi ne saranno influenzati. Se una delle due monete sulle quali si riserva il flusso di fondi che lascia quella in deprezzamento è "piccola" (ad esempio, se si sostituisce al marco tedesco il franco svizzero), poiché espressione di un mercato e soprattutto di un'economia di minori dimensioni e potenzialità, v'è da attendersi che il movimento all'apprezzamento, per dato spostamento di fondi, si riveli molto più forte per la moneta "piccola" che per quella "grande". Non può spiegarsi altrimenti l'avversione o la perplessità con la quale le autorità monetarie emittenti vedono svilupparsi un accentuato ruolo internazionale per una moneta "piccola".

Parimenti, sostituendo una moneta "grande" con una "più grande" (ad esempio, il marco con l'ECU), a parità di ogni altra condizione, lo "shock" esterno non può non determinare una minore variazione all'aumento nel cambio della moneta "più grande" rispetto a quella "grande" e, *a fortiori*, a quella "piccola". E sotto questo profilo è ininfluente che l'ECU sia costituito da un paniere di monete o sia una moneta nel senso proprio del termine; la condizione fondamentale è che essa sia, anche se imperfettamente, un valido sostituto della moneta di cui si attende il deprezzamento.

MARIO SARCINELLI