

Il contributo dell'ECU alla stabilità del tasso di cambio: una risposta

In un recente contributo a questa *Rivista*, abbiamo sostenuto che l'opinione secondo cui un pieno sviluppo dell'ECU nella sfera privata favorirebbe la stabilità del tasso di cambio non ha basi teoriche ed empiriche sufficienti. Abbiamo esaminato quest'opinione utilizzando un'analisi di portafoglio empirica su due diversi gruppi di valute estere di investimento. Un gruppo comprende le quattro valute quantitativamente più importanti: il dollaro USA, il marco tedesco, lo yen giapponese e la sterlina inglese. L'altro gruppo comprende queste quattro valute più le quattro europee che hanno mercati finanziari relativamente spessi: il franco francese e quello belga, la lira italiana e il fiorino olandese. Abbiamo poi determinato i cambiamenti nella composizione ottimale di portafoglio che si verificano nel passaggio tra i tre periodi considerati, per i due gruppi di valute e per ciascuno di questi gruppi con l'aggiunta dell'Ecu. I calcoli mostrano che, in generale, l'opinione secondo cui l'Ecu stabilizza i tassi di cambio non è sostenibile. In tre dei dodici confronti nel primo gruppo di valute considerato, l'introduzione dell'Ecu sembra accrescere la stabilità dei cambi, mentre non si percepisce alcun effetto dell'Ecu utilizzando il secondo e più ampio gruppo di otto valute.

Fra gli autori che suggerirono un effetto stabilizzante dell'Ecu avevamo ricordato il dott. Sarcinelli. Egli ha scritto ora un utile commento, in cui critica alcuni elementi essenziali del nostro ragionamento che sembrano meno chiari di quanto pensavamo, e in cui presenta un semplice esempio che può essere utilizzato per mettere in luce il nucleo del nostro articolo. Nel suo commento Sarcinelli avanza le tre critiche seguenti, che a suo parere minano la nostra analisi. In primo luogo, l'Ecu dovrebbe essere considerato in tutte le sue funzioni di valuta di riserva internazionale e non solo come valuta d'investimento, come abbiamo fatto noi. In secondo luogo, la restrittività delle assunzioni su cui si basa l'approccio di portafoglio priva di utilità pratica i nostri risultati. In terzo luogo, a differenza delle nostre valutazioni, egli interpreta il risultato dei nostri calcoli come favorevole all'ipotesi secondo cui l'Ecu accresce la stabilità dei tassi di cambio.

Qui di seguito tentiamo di replicare a queste tre obiezioni, per poi commentare l'esempio con cui Sarcinelli conclude il suo intervento.

Per caratterizzare un'attività di riserva internazionale pienamente sviluppata, spesso si ricorre alle sue funzioni come unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore, nelle transazioni ufficiali come in quelle private (cfr. Cohen, 1971, pag. 18, e Kenen, 1983, pag. 16). Ci si può chiedere se l'Ecu svolga già tutte e tre queste funzioni. In particolare, l'utilizzo dell'Ecu come valuta di fatturazione e come valuta di pagamento nelle transazioni commerciali internazionali è stato piuttosto limitato (cfr. ad esempio Allen, 1986, pag. 16). Ancor più importante, tuttavia, è il fatto che il pieno sviluppo o meno dell'Ecu come attività di riserva internazionale non è rilevante per il problema dell'impatto dell'Ecu sulla stabilità dei tassi di cambio. Naturalmente, le funzioni di unità di conto e di mezzo di pagamento di un'attività di riserva ne stimoleranno la domanda. Tuttavia, questi impulsi alla domanda cambieranno solo molto gradualmente con il trascorrere del tempo. Lo svolgimento di queste due funzioni sarà principalmente influenzato da sviluppi di periodo più lungo. Di conseguenza, queste due funzioni di un'attività di riserva forniranno un contributo trascurabile alla stabilità dei tassi di cambio nel breve e nel medio periodo.

Importanti elementi che determinano l'utilizzo di un'attività di riserva nelle funzioni di unità di conto e di mezzo di pagamento sono probabilmente costituiti da cambiamenti sostanziali di lungo periodo nel valore di tale attività e dalla sua variabilità. La graduale perdita di peso del dollaro USA come attività di riserva a partire dalla seconda metà degli anni '70 illustra queste relazioni. Questi due elementi, tuttavia, sono proprio quelli essenziali per l'analisi di portafoglio. Perciò, uno stimolo alla funzione di riserva di valore, se i suoi effetti sono duraturi, favorirà anche le altre due funzioni delle attività di riserva. Di conseguenza, una considerazione esplicita di queste due funzioni, come richiesto da Sarcinelli, non influisce sulle prospettive dell'attività di riserva considerata.

È vero che il CAP (*Capital Asset Pricing Model*) si basa su ipotesi piuttosto specifiche. Per arrivare a una relazione di equilibrio tra i prezzi delle attività finanziarie, si fa l'ipotesi che le aspettative siano omogenee. Tuttavia, nel nostro articolo non utilizziamo il CAPM per ottenere i valori di equilibrio dei prezzi delle attività, bensì per determinare le quote ottimali di portafoglio delle varie attività in diversi periodi. Utilizziamo poi i cambiamenti di quote nel tempo per analizzare gli eventuali effetti (de)stabilizzanti sui tassi di cambio. Nel caso di aspettative eterogenee, perché questa analisi sia valida, è sufficiente supporre che le aspettative utilizzate dominino il mercato. Più in generale, le nostre ipotesi particolari non possono minare i nostri risultati perché, come abbiamo sostenuto (Jager e De Jong, 1988, pag. 56), la tesi principale dell'articolo è la *possibilità* che l'aggiunta dell'Ecu alle valute di investimento provochi un aumento dell'instabilità dei tassi di cambio. Per pervenire a tale risultato è sufficiente costruire un caso particolare in cui sia possibile un aumento nell'instabilità dei cambi, che è precisamente quanto abbiamo fatto.¹

¹ Si noti che l'instabilità del tasso di cambio che incontriamo non può essere attribuita ad aspettative destabilizzanti, perché supponiamo aspettative estrapolative sui tassi di cambio, e neutre sui tassi d'interesse.

L'ultima obiezione di Sarcinelli riguarda la nostra interpretazione dei risultati quantitativi.² La sua interpretazione dei risultati è che «la presenza di dieci osservazioni su dodici che contraddicono l'ipotesi di instabilità sembra essere statisticamente sufficiente a confutarne la validità con un ragionevole grado di confidenza».³ Qui Sarcinelli erroneamente interpreta la nostra analisi come la ricerca di una completa stabilità o instabilità dei tassi di cambio. Più modestamente, il nostro obiettivo era di porre in dubbio l'ipotesi — elevata a tesi da alcuni autori — secondo cui l'Ecu favorisce la stabilità dei tassi di cambio. In questo caso, in effetti, è sufficiente un controesempio. Di fatto, nella nostra analisi abbiamo trovato tre di tali esempi visti da una prospettiva globale. Considerati da una prospettiva europea, tutti e tre questi casi respingono l'ipotesi, perché l'introduzione dell'Ecu non risulta contribuire alla stabilità dei tassi di cambio. Questo risultato implica che gli effetti dell'Ecu sulla stabilità dei tassi di cambio dipendano interamente dalla situazione concreta.

Infine, desideriamo commentare l'esempio utilizzato da Sarcinelli per illustrare la sua tesi «con un apparato analitico molto più modesto». Infatti, tale esempio ci permette di chiarire ulteriormente il nostro punto di vista.⁴ Sarcinelli considera un mondo a tre valute (dollaro, marco e yen) e sostiene che un deprezzamento atteso di una di tali valute porti a un apprezzamento moderato delle altre due se queste sono «grandi», cioè se i loro mercati finanziari sono spessi. Una sostituzione di un Ecu «grande» a un marco «piccolo» favorisce allora la stabilità dei tassi di cambio. Ma anche quando utilizziamo l'apparato analitico di Sarcinelli, la sostituzione della valuta «piccola» con la «grande» può facilmente contribuire all'instabilità dei tassi di cambio. Perché ciò accada, è sufficiente invertire l'ordine di causalità e supporre che gli investitori si attendano un deprezzamento delle valute europee. Il flusso di investimenti da attività europee ad attività non europee che ne risulterebbe colpirebbe il dollaro e lo yen con maggior forza quando gli investitori uscissero dal «grande» mercato dell'Ecu invece che dal «piccolo» mercato del marco.

Una seconda obiezione all'esempio di Sarcinelli emerge quando consideriamo il nostro approccio al problema dell'instabilità. Possiamo illustrare i

² Le tabelle 1 e 2 del nostro articolo contengono alcuni errori che però non influiscono affatto sui risultati. Per completezza li indichiamo in questa nota. Se richiamiamo con (i, j) l'elemento in riga i della colonna j, le correzioni alla tabella 1 sono le seguenti: l'elemento fra parentesi in (2, 6) è -5 e diviene -55, l'elemento fra parentesi in (9, 12) è 4 e diventa 0, gli elementi fra parentesi (14, 9) e (17, 8) sono + e diventano -1. Nella tabella 2 l'elemento (6, 1) è 9 e diventa 13.

³ In questa affermazione Sarcinelli erroneamente si riferisce a dieci osservazioni anziché a nove. Per arrivare al numero di dieci egli esclude le attività di arbitraggio; ma, a nostro parere, non vi è alcuna ragione perché i possibili guadagni di arbitraggio non siano realizzati. Pertanto, l'esclusione di tali attività dall'analisi implica una descrizione meno realistica di quella che le include.

⁴ È da notare che anche Sarcinelli utilizza aspettative omogenee sui tassi di cambio e considera solo la funzione di riserva di valore o di investimento dell'Ecu nel suo esempio, mentre egli stesso critica questi aspetti della nostra analisi.

possibili effetti di un deprezzamento atteso del dollaro considerando la transizione dal periodo 3 (cioè, 1981/IV-1984/III) al periodo 1 (cioè, 1976/IV-1979/III). Secondo la tabella 1 (Jager e de Jong, 1988, pag. 45), questa transizione risulta associata con instabilità nel tasso marco/yen indotta dall'introduzione dell'Ecu. L'ultima riga di questa tabella mostra che, se escludiamo l'Ecu, la transizione non ha alcun effetto sulla quota dello yen nel portafoglio ottimale mondiale: essa è, e resta, pari al 14%. La quota del marco si accresce invece dal 5 al 17%. Quando introduciamo l'Ecu, esso risulta avere solo una piccola quota di portafoglio pari al 5% nel periodo 3, a spese, per 3 punti percentuali, della quota dello yen, mentre la quota del marco resta invariata. La transizione al periodo 1 ha però un enorme effetto positivo sulla quota dell'Ecu, che sale al 50% a spese, per 10 punti percentuali, della quota dello yen e per 14 punti percentuali della quota del marco. Includendo gli effetti di arbitraggio discussi nella sezione 2 dell'articolo, in ciascun periodo il 32% della quota acquisita dall'Ecu dà luogo a una domanda di marchi. Tale domanda addizionale di marchi ammonta così (all'incirca) a 2 punti percentuali nel periodo 3 e a 16 punti percentuali nel periodo 1. Di conseguenza, la transizione dal periodo 3 al periodo 1 porta ai seguenti cambiamenti relativi nelle quote percentuali di portafoglio del marco rispetto allo yen: +12, escludendo l'Ecu; +5, includendo l'Ecu; +19, aggiungendo l'arbitraggio. Quest'esempio mostra che l'introduzione dell'Ecu può dar luogo a instabilità dei tassi di cambio, nel nostro caso del marco rispetto allo yen.

Questo risultato ci porta al punto centrale del nostro articolo, cioè al fatto che la crescita dell'Ecu non fa necessariamente aumentare la stabilità dei tassi di cambio, ma può anche condurre all'instabilità. Dal momento che, a nostro parere, vi è la possibilità che l'Ecu conduca a instabilità del tasso di cambio tramite le fluttuazioni della propria quota di portafoglio, il problema principale è la scelta di misure per minimizzare la possibilità che questo "caso di fluttuazione" si verifichi. Le principali misure per prevenire questa instabilità sono quelle che mirano a evitare flussi di capitali temporanei che derivano da variazioni nei tassi di cambio attesi. Se ignoriamo le proposte di ridurre i flussi di capitali tramite tasse (per esempio, la tassa Tobin), ciò implica che la politica fiscale e monetaria dovrebbe essere coordinata sia a livello globale sia a livello europeo per creare una quota stabile di Ecu nei portafogli internazionali. Come sostenuto in Jager e De Jong (1987), una coordinazione completa potrebbe, tuttavia, eliminare quanto vi è di attraente nell'Ecu perché il suo vantaggio, su base comparativa, cioè il fatto che il suo valore sia più stabile che quello delle altre valute, in quel caso sparirebbe. Così, sotto le ipotesi del CAPM, sembra che vi sia un livello *ottimale* di coordinazione economica che genera allo stesso tempo un livello soddisfacente di stabilità dei cambi e una quota abbastanza stabile dell'Ecu nei portafogli privati. Naturalmente, le autorità possono anche decidere di utilizzare la coordinazione delle politiche economiche per conseguire

re una completa stabilità dei tassi di cambio, e adottare altre misure dirette a fornire all'Ecu attrattive addizionali rispetto alle valute nazionali per favorirne l'utilizzo (cfr., ad esempio, Steinherr, 1985, pagg. 179 e 180).

HENK JAGER - EELKE DE JONG

BIBLIOGRAFIA

- ALLEN, P.R., 1986, "The ECU: birth of a new currency", *Group of Thirty Occasional Papers*, no. 20, New York.
- COHEN, B.J., 1971, *The future of sterling as an international currency*, London/New York.
- JAGER, H. and 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, 1987, "L'impatto potenziale dell'ECU privato sulla stabilità di cambio globale ed europea", in questa *Rivista*, N. 161, pp. 59-85.
- KENEN, P.B., 1985, "The role of the dollar as an international currency", *Group of Thirty Occasional Papers*, n. 13, New York.
- SARCINELLI, M., 1988, "Il contributo dell'ECU alla stabilità dei cambi: una replica", in questa *Rivista*, N. 162, pp. 237-240.
- STEINHERR, A., 1985, "The high dollar and competitiveness: policy issues for Europe?", in: Peeters, T., P. Praet and P. Rending, eds., *International Trade and Exchange Rates in the Late Eighties*, Amsterdam, pp. 163-199.