

I primi due anni dello SME: l'evoluzione dei tassi di cambio

I. Introduzione

Questo lavoro si propone di fornire un'analisi degli sviluppi dei tassi di cambio nello SME durante i primi due anni di vita del sistema. Quando ho iniziato a scrivere questa nota mi sono trovato di fronte a una scelta preliminare: soffermarmi sui meccanismi interni del sistema — e in particolar modo sul funzionamento congiunto dei margini bilaterali e dell'indicatore di divergenza ECU — oppure sull'evoluzione degli accordi di cambio alla luce degli sviluppi nei confronti delle valute terze, in particolare del dollaro.

La prima opzione sarebbe stata più appropriata sotto il profilo formale: ho deciso peraltro di non seguirla, anche se mi rendo conto dei rischi di sconfinare in argomenti che verranno trattati in altri lavori. I motivi sono duplici: in primo luogo esistono già almeno due recenti e ottimi lavori incentrati sul primo argomento.¹ In secondo luogo ho ritenuto che un saggio che si sarebbe inevitabilmente risolto principalmente in un'esposizione matematica dell'attuale sistema — e di alternative possibilmente più significative² — non avrebbe certamente posto le basi per una aperta discussione sugli effettivi sviluppi dello SME dalla data della sua entrata in vigore.

II. Esposizione degli sviluppi dei tassi di cambio (nominali) nell'ambito dello SME

Inizierò la rassegna sul funzionamento dello SME suddividendo i due anni in cinque fasi, sulla base dell'evoluzione del sistema rispetto al dollaro. Sebbene sia luogo comune il riferimento allo SME e all'ECU, sembra opportuno, a questo scopo, riferirsi in modo esplicito alle valute

¹ Cfr. SPAVENTA (1980) e ROSSI (1980).

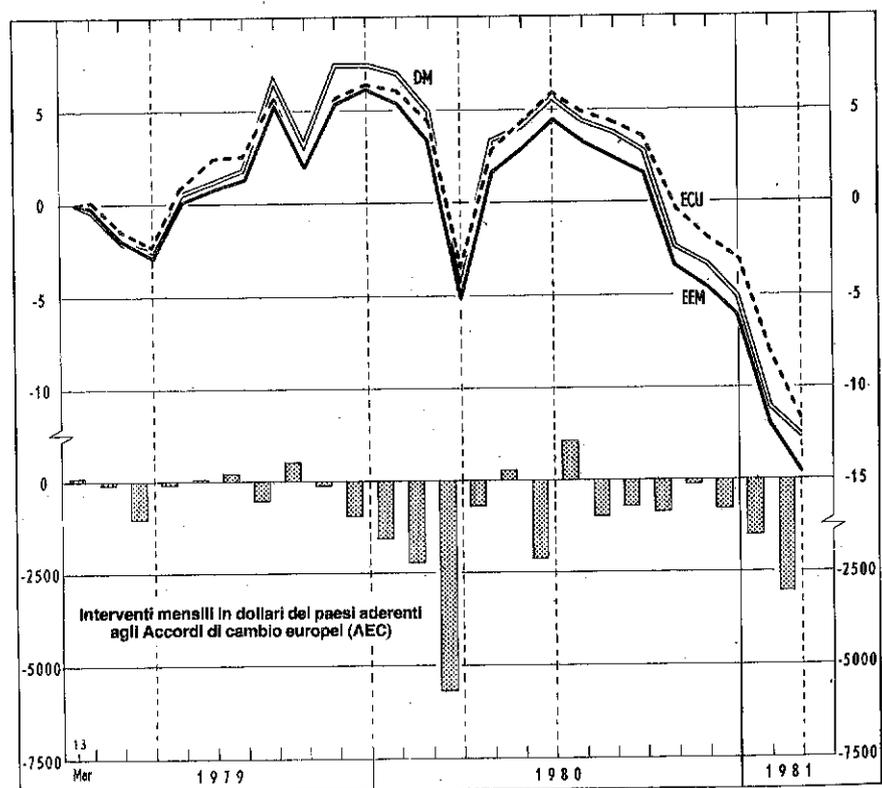
² Un esercizio che ho fatto quando il sistema era in via di sviluppo, e più tardi in MASERA (1980). Su questi punti cfr. anche BAER (1979).

aderenti agli Accordi Europei di Cambio (AEC) stipulati nel quadro dello SME. Come è noto, la Gran Bretagna è membro dello SME e la sterlina fa parte dell'ECU, ma non è tenuta a rispettare alcun margine di fluttuazione, né può usufruire delle facilitazioni creditizie di finanziamento a brevissimo termine previste dallo schema (cfr. Fig. 1).

FIGURA 1

EVOLUZIONE DELL'ECU, DEL DM E DELLE MONETE DEGLI AEC
NEI CONFRONTI DEL DOLLARO

(dati di fine periodo, tassi percentuali di variazione rispetto al 13-3-1979)



1) La prima fase del sistema copre il periodo dal 13 marzo a fine maggio 1979. Questa fase è stata caratterizzata da un relativo rafforzamento del dollaro nei confronti del paniere valutario AEC (denominato più avanti, per brevità, AEC), e in particolare rispetto al marco, e da tensioni bilaterali all'interno dello SME fra la corona danese (forte) e il franco belga (debole). La sterlina ha iniziato la sua ascesa rispetto a tutte le altre valute dello SME.

Tre fatti importanti di questo periodo meritano di essere menzionati. Innanzitutto il margine bilaterale fra la corona danese e il franco belga è stato toccato un mese prima che l'indicatore di divergenza designasse il franco belga come "moneta divergente". Ciò ha confermato le insufficienze funzionali insite nel meccanismo di "allarme ECU", che erano state messe in evidenza nelle discussioni tecniche precedenti l'avvio del sistema.

Il secondo punto riguarda il ricorso a interventi intramarginali in valute terze. In particolare, mentre la Banca d'Italia acquistava dollari per contenere un apprezzamento, giudicato eccessivo, della lira alla luce delle variabili "fondamentali", la *Bundesbank* interveniva in senso opposto per prevenire un deprezzamento del marco che avrebbe acuito le difficoltà di controllo dell'inflazione determinate dall'emergere del secondo shock petrolifero.

È chiaro che quando si verificano ingenti interventi intramarginali, il funzionamento dell'indicatore di divergenza ECU può essere distorto. D'altro lato, si può porre in dubbio la logica di un sistema che richieda di astenersi completamente dagli interventi prima del segnale ECU e di procedere a notevoli interventi diversificati e ad altre misure di aggiustamento immediatamente dopo. Non è dunque un caso fortuito che gli interventi intramarginali abbiano assunto grande importanza nel sistema.

Le vendite in dollari da parte della *Bundesbank* sono continuate anche in maggio, quando il marco dapprima ha attraversato l'asse dello zero dell'indicatore di divergenza e successivamente (23 maggio) ha raggiunto lo scarto massimo bilaterale rispetto al franco belga, che ha dovuto pertanto essere sostenuto. È quindi immediatamente emersa l'importanza per il sistema delle politiche di cambio nei confronti del dollaro.

2) La seconda fase copre il periodo da giugno a fine 1979. Questi sette mesi sono stati caratterizzati da un generale declino del dollaro,

nonostante una temporanea ripresa in ottobre: dopo l'aumento del 3% nei confronti delle monete partecipanti agli AEC registrato nel periodo marzo-maggio, il dollaro ha accusato una flessione di circa il 9% nei sette mesi sotto rassegna. Durante questo periodo diverse banche centrali della Comunità hanno adottato misure di politica monetaria volte a combattere l'inflazione o a difendere le proprie valute. L'ascesa dei tassi di interesse è stata guidata dalla *Bundesbank*, che ha agito prontamente per evitare di finanziare l'impatto inflazionistico della crescita del prezzo dell'energia. Di conseguenza, nei primi mesi di questo periodo si è verificato un restringimento dei differenziali nominali d'interesse esistenti in favore del dollaro rispetto al marco e alle altre valute degli AEC. Il marco si è trovato permanentemente vicino al margine bilaterale del 2,25% rispetto al franco belga e alla corona danese e gli interventi ai margini bilaterali hanno acquisito un ammontare significativo. Gli interventi in monete comunitarie sono avvenuti in larga misura con regolamenti di operazioni a pronti, ma si è anche verificato il ricorso al finanziamento a brevissimo termine.

La combinazione di tensioni intracomunitarie e debolezza del dollaro ha condotto il 23 settembre al primo riallineamento del sistema a Bruxelles: il marco è stato rivalutato del 5% rispetto alla corona danese e del 2% nei confronti delle altre valute.

Poco dopo ad Amburgo sono stati raggiunti accordi fra le autorità monetarie tedesche, da un lato, e il Segretario Miller e il Presidente Volcker, dall'altro, per frenare la discesa del dollaro. Agli accordi hanno fatto seguito le misure annunciate dal Fed il 6 ottobre. Il dollaro ha recuperato temporaneamente terreno nei confronti delle valute AEC, ma i tassi d'interesse sono nuovamente aumentati in Europa — in particolare la *Bundesbank* ha portato il saggio di sconto dal 5 al 6 per cento il 1° novembre. I differenziali nominali d'interesse in favore del dollaro si sono nuovamente ridotti e la valuta americana ha perduto terreno.

In novembre, l'accresciuta debolezza della corona danese ha comportato un altro riallineamento dei tassi di cambio centrali, con una svalutazione del 4,76% rispetto a tutte le altre valute AEC. In presenza di un allentamento delle tensioni dei cambi nell'ambito degli AEC, il franco francese ha assunto progressivamente il ruolo di valuta "forte" nel sistema. La *Bundesbank* ha dovuto sostenere la propria moneta nei mercati valutari cedendo dollari.

3) La terza fase copre i tre mesi dall'inizio del 1980 a fine marzo. Durante questo periodo gli andamenti nei mercati valutari sono stati influenzati principalmente dal continuo e rapido aumento dei tassi d'interesse americani, in conseguenza dell'adozione delle nuove tecniche di controllo monetario da parte del Fed. I differenziali rispetto ai tassi d'interesse sulle valute AEC sono fortemente aumentati. Inoltre l'andamento in corso e quello prospettico della bilancia corrente negli Stati Uniti mostravano un netto miglioramento rispetto a quelli nei paesi partecipanti agli AEC. Nel periodo, il dollaro si è apprezzato rispetto a queste valute di circa il 10%, nonostante ingenti interventi. Le vendite nette complessive di dollari da parte dei paesi AEC sono infatti ammontate a quasi 10 miliardi di dollari e sono state effettuate in gran parte dalla Germania, ma anche dal Belgio e dalla Danimarca. Durante questo periodo anche le autorità monetarie americane sono intervenute in misura massiccia a sostegno delle valute europee — in particolare del marco. Sia quest'ultima moneta, sia la corona danese, sono scivolate verso il limite inferiore della fascia di fluttuazione, in opposizione al franco francese. L'indebolimento della posizione del marco ha fatto sì che l'indicatore di divergenza per il franco belga si allontanasse dalla soglia inferiore. La sterlina, non vincolata a una politica comune verso il dollaro, ha seguito in larga misura la fase ascendente della valuta americana, e si è apprezzata di circa il 9% rispetto al paniere AEC.

4) La quarta fase del sistema — che copre il secondo trimestre del 1980 — è stata caratterizzata da un rapido declino del dollaro. La caduta della domanda di credito negli Stati Uniti ha portato a una brusca discesa dei tassi d'interesse, con i differenziali che si sono invertiti a favore delle monete AEC. Questa tendenza del dollaro ha permesso al sistema di allentare temporaneamente le tensioni sorte in precedenza; lo scarto fra le valute osservanti il margine del 2,25% si è ridotto considerevolmente e l'indicatore di divergenza si è mantenuto lontano dalla soglia, tranne che per la lira, che ha mostrato un'accentuata debolezza specialmente in giugno. Tuttavia, considerato il margine del 6%, la lira non ha raggiunto né la soglia di divergenza né i limiti di intervento bilaterali: la Banca d'Italia è intervenuta in modo massiccio acquistando lire contro dollari. Durante il periodo, la sterlina si è mantenuta stabile rispetto al paniere AEC.

5) Passiamo infine alla quinta fase, che comprende il periodo da luglio 1980 a febbraio 1981: essa è caratterizzata dall'ampio e sostenuto apprezzamento (circa il 20%) del dollaro rispetto alle monete AEC.

I tassi d'interesse sono aumentati negli Stati Uniti, mentre si sono mantenuti stabili nei paesi europei; pertanto i differenziali, ritornati in favore del dollaro, hanno raggiunto punte massime, toccate in gennaio. Verso la fine di febbraio, le autorità monetarie tedesche hanno risolto il dilemma di politica monetaria dando maggior peso a considerazioni esterne; la lievitazione nei tassi d'interesse nella Germania federale ha determinato un marcato miglioramento del marco nell'ambito dello SME, spingendo il franco belga in una posizione di divergenza. Nel corso di quasi tutto il periodo gli interventi netti in dollari da parte dei paesi AEC — in particolare della Germania — sono stati relativamente esigui. Si sono comunque registrati considerevoli acquisti di marchi da parte del Fed e del Tesoro americano: nei tre mesi da novembre 1980 a gennaio 1981 gli acquisti di valuta tedesca sono ammontati a 4,4 miliardi di dollari.

Per gran parte del periodo le monete AEC sono state caratterizzate dall'assenza di rilevanti tensioni, anche se la debolezza del marco e del franco belga in ottobre e novembre le ha condotte ai limiti bilaterali nei confronti del franco francese e del fiorino olandese: sono stati registrati massicci interventi nelle valute AEC, che hanno comportato l'attivazione della facilitazione a brevissimo termine. La sterlina ha seguito in larga misura la fase ascendente del dollaro, guadagnando un altro 14% rispetto agli AEC; l'apprezzamento della sterlina nei confronti dei *partners* dall'entrata in vigore dello SME ha così raggiunto il 25%.

III. Alcune considerazioni sulla questione del coordinamento delle politiche di cambio nei confronti del dollaro da parte dei paesi aderenti agli AEC

Tenendo conto dei "fatti stilizzati" già descritti, si cercherà in questa sezione di affrontare il problema del coordinamento delle politiche di cambio nei confronti del dollaro.

Lo scopo non sarà quello di presentare una discussione generale e astratta delle politiche di intervento nei confronti del dollaro da parte dei paesi comunitari, bensì di fornire un'analisi della passata esperienza, della posizione attuale e dell'esistente struttura istituzionale. Progetti ambiziosi basati, per esempio, sull'utilizzazione del Fecom come istitu-

zione in grado di svolgere un ruolo attivo ed importante nella determinazione di una comune politica di intervento esterna non verranno esaminati in questa sede.³

I tentativi per definire ed attuare una politica concertata nei confronti delle valute terze, in particolare del dollaro, risalgono al marzo 1973. I movimenti del "serpente" non erano più vincolati dal "tunnel" ed è ben presto emerso che le fluttuazioni del dollaro erano molto più ampie rispetto a quelle giustificate dalle sottostanti forze fondamentali. Inoltre, le politiche di intervento da parte dei diversi paesi comunitari aderenti al serpente si rivelavano spesso, simultaneamente, di direzione opposta. Le vendite o gli acquisti netti di dollari rafforzavano quindi gli andamenti della valuta americana.

L'insoddisfazione per questo stato di cose portò agli "Accordi del 1975" nei quali si pose l'enfasi sull'opportunità di: 1) limitare le fluttuazioni giornaliere del dollaro, senza ostacolare comunque gli andamenti di fondo, 2) assicurare una maggiore coesione del serpente, mediante un più ampio impiego delle valute comunitarie in operazioni di intervento.

I principi degli accordi del 1975 non furono mai completamente attuati e, fino all'istituzione dello SME, gli interventi della Comunità hanno costituito in larga misura un riflesso delle politiche monetarie e di cambio interne.

Con lo SME operante e la possibilità di poter fare affidamento, dal novembre 1978, sull'attiva partecipazione delle autorità monetarie americane negli interventi,⁴ le banche centrali della Comunità avrebbero potuto tentare un approccio più rigorosamente determinato verso gli interventi in monete terze. Tuttavia, malgrado i rinnovati sforzi da parte dei governatori delle banche centrali, non sono mai state adottate precise linee-guida. La coesione dello SME è stata viceversa garantita dalla utilizzazione flessibile e attiva degli accordi esistenti, alla luce degli andamenti di mercato. In particolare, mentre era stata posta grande enfasi sul possibile utilizzo del tasso di cambio dollaro/ECU e sull'indicatore di divergenza ECU come mezzo atto a garantire una maggiore coesione nelle operazioni di intervento nei confronti delle valute terze,

³ È peraltro difficile ritenere che qualsiasi sviluppo lungo queste linee possa aver luogo senza: (1) conferire al Fecom un preciso carattere istituzionale, piuttosto che funzioni meramente contabili e (2) creare l'ECU sulla base di un meccanismo permanente.

⁴ Appare comunque già evidente che la nuova Amministrazione americana ha assunto un atteggiamento assai meno favorevole agli interventi sui mercati valutari.

all'atto pratico ciò non si è verificato, in parte a causa dei movimenti della lira sterlina non vincolata da margini di intervento comunitari. Questo insuccesso è stato peraltro dovuto principalmente alla carenza di un approccio unanime circa l'orientamento più appropriato delle politiche monetarie e valutarie fra i paesi CEE, quando il sistema si trovava di fronte a condizioni di tensione.

Il perseguimento di politiche di cambio autonome nei confronti del dollaro fa necessariamente sorgere tensioni bilaterali all'interno dello SME; ciò consegue immediatamente dal ben noto "problema della valuta n-esima". D'altro canto, movimenti nei confronti del dollaro hanno un diverso peso nelle transazioni con l'estero dei paesi CEE; l'andamento desiderato del cambio può inoltre differire a seconda della importanza attribuita nel breve periodo dalle autorità economiche alla lotta contro l'inflazione o alla evoluzione della posizione competitiva.⁵ Queste considerazioni di ordine generale sono particolarmente importanti ove si tenga conto, da un lato, del ruolo-chiave giocato dal dollaro come moneta di intervento anche all'interno della CEE e, dall'altro, del processo di diversificazione delle riserve internazionali, che può generare speciali tensioni nel tasso di cambio dollaro/marco.

L'esperienza operativa dello SME ha, infatti, mostrato casi in cui la più importante valuta europea, il marco, è risultata, alternativamente, la più forte e la più debole della CEE, in presenza di una ben definita tendenza del dollaro. Al verificarsi di una di queste situazioni, il movimento della moneta americana rispetto alle valute comunitarie ha dunque come immediata controparte il marco; conseguentemente il tasso di cambio DM/dollaro diventa presto vincolante per le altre valute CEE che si trovano in opposizione al marco.

Situazioni di questo tipo si sono verificate nella prima fase del sistema, ad esempio nel maggio 1979. Nonostante che il marco fosse relativamente forte all'interno dello SME, come dimostrato dalla posizione del suo indicatore di divergenza nei confronti dell'ECU, la *Bundesbank* ha venduto dollari e ha assunto un orientamento monetario più restrittivo.

In quella circostanza sono state sollevate obiezioni sul principio stesso dell'indicatore di divergenza; se il motivo di deviazione era costituito da un minore tasso di inflazione e da una maggiore stabilità

⁵ Questi punti sono analizzati formalmente nell'Appendice. Per un'analisi del problema cfr. anche BASEVI (1979) e BAFFI (1979).

finanziaria interna, non appariva logico dare priorità al ritorno al centro di gravità CEE: cioè al tasso di cambio medio ECU. In effetti, le autorità monetarie tedesche hanno sempre contestato la validità del principio di simmetria implicito nell'ECU nel corso delle trattative sulla creazione dello SME.

Passiamo ora all'esame della differente esperienza, nel periodo luglio 1980-febbraio 1981.

Come è noto, il dollaro è stato caratterizzato da un sostenuto rialzo che ha avuto, come controparte, fino al gennaio 1981, una relativa debolezza del marco nel sistema. Nel periodo fine giugno 1980-fine febbraio 1981 il marco ha perduto il 18% nei confronti del dollaro, il 12% della sterlina, il 21% dello yen, ma ha recuperato l'1% nei confronti del franco francese.

Poiché sussiste vasto consenso sul fatto che gli interventi debbano essere del tipo "smoothing and braking", evitando di contrastare gli andamenti delle variabili di fondo, ci si può innanzitutto domandare se un movimento del dollaro di queste dimensioni sia stato giudicato erratico da parte delle autorità monetarie tedesche.

L'impressione di chi scrive è che la risposta debba essere negativa. Malgrado un brusco rallentamento nell'attività economica interna, l'economia tedesca ha registrato nel 1980 un notevole disavanzo di parte corrente, che si prevedeva continuare nel 1981, pur in presenza di una stagnazione della domanda interna. Con un tasso di disoccupazione crescente (1,3 milioni nel gennaio 1981, cioè +26,2% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente), le autorità monetarie tedesche hanno quindi presumibilmente ritenuto necessario consentire che una svalutazione significativa contribuisse a riequilibrare i conti con l'estero. Il rimedio mediante contenimento della domanda sarebbe stato troppo lento e difficile, in parte a causa del basso tasso di inflazione e quindi del limitato grado di aggiustamento possibile mediante un ulteriore contenimento dei prezzi. Inoltre, si era in presenza di un importante ciclo di investimenti il cui completamento era ritenuto necessario per permettere l'adattamento della struttura economica ai mutamenti intervenuti nei prezzi relativi.

Era chiaramente impossibile per la Germania attuare un deprezzamento della propria moneta nei confronti delle altre valute europee: il solo modo per una rapida e reale svalutazione consisteva in un

deprezzamento in termini nominali nei confronti del dollaro e dello yen.⁶

Se questa analisi è corretta, ne consegue che la definizione di una politica comunitaria nei confronti del dollaro è resa non facile dai contrastanti obiettivi interni ed esterni dei vari paesi europei e non da una carenza di strumenti tecnici. In particolare, se, per esempio, alla Francia e all'Italia fosse giovato contrastare la caduta delle proprie monete nei confronti del dollaro, al fine di contenere l'inflazione importata, implicitamente esse avrebbero teso ad agire in contrapposizione con la *Bundesbank*.

Quel che occorre comunque evitare è l'effettuazione di interventi in dollari di segno contrario. Quando la *Bundesbank* vende dollari per rallentare la caduta del marco, le banche centrali nella posizione in quel momento "più forte" dovrebbero di regola astenersi dall'acquistare dollari al fine di mantenere la propria posizione valutaria all'interno dello SME. L'acquisizione diretta di saldi in DM risulterebbe viceversa appropriata.

È questo quel che è in effetti sostanzialmente avvenuto; si sono principalmente verificate vendite di franchi francesi contro marchi: in larga misura esse sono state regolate a pronti mediante cessione di ECU fra le due banche centrali. È stato anche fatto ricorso al finanziamento a brevissimo termine. Qualche difficoltà è sorta occasionalmente per la Banca d'Italia, i cui interventi a sostegno del marco non sono avvenuti ai margini bilaterali e non potevano pertanto essere regolati in ECU. Date le limitazioni all'accumulazione di saldi in DM, solo la cooperazione bilaterale fra le due banche centrali ha contribuito a superare le difficoltà.

Naturalmente questo approccio di fatto comporta che un paese in disavanzo si finanzia offrendo la propria moneta, il che non è certo, in generale, un modo per favorire il processo di aggiustamento. Tuttavia, possono essere ricercate soluzioni che consentano di sterilizzare, quando se ne ravvisi la necessità, gli effetti di operazioni del genere sulla creazione di base monetaria nel paese deficitario.

L'indirizzo restrittivo della politica monetaria perseguita dal Fed e la disparità dei tassi d'inflazione negli Stati Uniti e in Germania durante la quinta fase dello SME hanno generato un aumento dei differenziali

⁶ Nel periodo inizio 1980-fine febbraio 1981, il marco ha subito una perdita in termini nominali del 20% nei confronti del dollaro; a ciò va aggiunto un miglioramento di prezzo del 5%. Nei confronti dello yen la perdita è stata del 30%, con un'analoga dinamica dei prezzi e dei costi.

d'interesse in termini nominali in favore del dollaro. Il fatto stesso che i tassi di rendimento reale fossero viceversa più elevati in Germania durante il 1980 non lasciava prevedere un significativo cambiamento in senso restrittivo nell'atteggiamento assunto dalla Germania in tema di politica monetaria. Inoltre gli sviluppi di parte corrente — con avanzi ancor più ampi negli Stati Uniti, rispetto a quelli originariamente previsti — e andamenti opposti in Germania, hanno portato ad una situazione in cui detenere riserve denominate in dollari a breve termine significava puntare sul sicuro.⁷

Il dollaro si è trovato quindi in una situazione apparentemente paradossale di dover continuare a rafforzarsi, fino al punto in cui si potesse verificare un capovolgimento delle aspettative nel breve periodo. Per ottenere lo stesso rendimento previsto nel periodo di detenzione di fondi sulle attività in dollari e in marchi, occorre difatti prevedere un deprezzamento del dollaro, che compensasse il rendimento immediato superiore: nelle circostanze descritte non c'era peraltro motivo per anticipare a breve termine una debolezza della moneta americana.

D'altro canto, con un marco in posizione debole e con poche probabilità di rafforzarsi nel breve periodo, i tassi d'interesse nominale hanno assunto grande importanza anche nell'ambito degli AEC. Date le limitate possibilità di un riallineamento, è risultato più vantaggioso spostarsi sulle monete ad alto rendimento nominale.

Come osservato in precedenza, la situazione ha iniziato a modificarsi nella seconda metà di febbraio, quando la *Bundesbank* ha sostituito temporaneamente la facilitazione creditizia "lombard" con un "lombard speciale", motivando la sua scelta in difesa del valore esterno del marco, anche a costo di immediate conseguenze interne negative sull'occupazione. Il nuovo tasso "speciale" può variare di giorno in giorno e lo "sportello" può essere addirittura chiuso in alcuni giorni. Il sistema attualmente operante sembra destinato a permettere un impatto più immediato sui mercati valutari, senza fare ricorso ad interventi di vasta entità.

Il cambiamento d'indirizzo in politica monetaria da parte delle autorità tedesche è stato presumibilmente dettato anche dal fatto che i movimenti già intervenuti nei tassi di cambio reali nei confronti degli Stati Uniti e del Giappone apparivano di adeguata entità. Un'ulteriore svalutazione avrebbe potuto incrinare la fiducia interna ed esterna

⁷ L'evoluzione prevista a lungo termine nella dipendenza energetica e fattori politici hanno ulteriormente contribuito nel determinare aspettative favorevoli al dollaro.

nella valuta, causando un'accelerazione dell'inflazione derivante non solo dall'impatto meccanico dei costi delle importazioni, ma anche da un cedimento delle aspettative.

Una politica d'intervento più aggressiva e, in particolare, non accompagnata da misure complementari di politica monetaria, si sarebbe rivelata di minimo aiuto anche perché la nuova Amministrazione americana si dimostrava mal disposta a perseguire un approccio coordinato d'intervento. È stato quindi inevitabile per la Germania aumentare i tassi d'interesse.

Con gli AEC, altre valute europee saranno costrette ad agire in conformità: ci si può ragionevolmente domandare se le tendenze deflazionistiche e l'incertezza impartite all'economia mondiale come risultato degli elevati e variabili tassi d'interesse reali possano non rivelarsi eccessivi.

IV. L'andamento dei tassi di cambio effettivi e reali

Come abbiamo visto, l'evoluzione dei cambi nominali all'interno dello SME è stata caratterizzata da un ampio apprezzamento della sterlina inglese, da una notevole svalutazione della corona danese e da una considerevole stabilità dei tassi di cambio degli AEC.

L'unico apprezzamento in termini effettivi è stato registrato dalla sterlina; nel periodo sotto rassegna l'incremento totale ha raggiunto il 25%, mentre nei confronti delle altre valute comunitarie ha toccato il 32%. Tenendo conto del considerevole peso delle transazioni commerciali con il Regno Unito, la più forte caduta "effettiva" (17%) dall'inizio del sistema è stata corrispettivamente registrata dalla sterlina irlandese, e non dalla corona danese, il cui deprezzamento è stato peraltro pari al 16%. La lira ha perso il 10% nei confronti di tutte le altre valute e il 7% rispetto ai paesi comunitari. I deprezzamenti delle altre valute — franco belga, franco francese, marco e fiorino — sono stati inferiori, ma comunque dell'ordine del 4-5%.

Quando si opera un confronto degli andamenti dei cambi "reali", si possono osservare divergenze tendenziali più pronunciate;⁸ ciò

⁸ Non verrà affrontato in questa sede il problema della misura più adeguata dei tassi di cambio reali. Le cifre qui ricordate si basano sui prezzi all'ingrosso dei manufatti. La scelta è stata fatta per motivi di semplicità. Va peraltro osservato che la situazione non verrebbe sostanzialmente alterata dalla considerazione di indicatori diversi.

è dovuto al fatto che i differenziali d'inflazione e i tassi di cambio, in molti casi, non hanno mostrato movimenti contrapposti.⁹

Iniziamo con l'osservare che, dopo il primo shock petrolifero del 1973-74, sia il tasso medio d'inflazione nella CEE sia la dispersione intorno alla media sono diminuiti costantemente fino alla fine del 1978. I due anni di operatività del sistema sono stati caratterizzati dal secondo shock petrolifero, che ha determinato simultaneamente impulsi recessivi e inflazionistici. Le rinnovate pressioni sui prezzi sono state accompagnate da un rinnovato ampliarsi dei differenziali inflazionistici, dovuti in gran parte agli andamenti nel Regno Unito e in Italia.

Nel caso del Regno Unito, ad esempio, la combinazione di un forte apprezzamento nominale della sterlina e di una dinamica inflazionistica accentuata ha prodotto una variazione considerevolissima del tasso di cambio "reale": si può stimare che la posizione competitiva rispetto al resto del mondo si sia deteriorata di più del 35% nel corso dei primi due anni di operatività dello SME; il peggioramento rispetto ai *partners* comunitari è risultato addirittura del 40%. L'Italia è il solo altro paese nello SME ad aver mostrato un apprezzamento del cambio "reale" e ciò pur in presenza di un sensibile deprezzamento in termini nominali. La perdita di competitività è stata pari a circa il 10% rispetto a tutti i principali *partners* commerciali e di quasi il 13% rispetto ai paesi CEE; ovviamente la perdita è risultata particolarmente rilevante nei confronti della Germania.

All'altro estremo, i più forti guadagni di competitività sono stati conseguiti dalla Danimarca e dall'Irlanda, con deprezzamenti "reali" dell'ordine del 15%. Anche il Belgio ha ottenuto un consistente miglioramento (oltre l'11%) in termini di competitività grazie ad una dinamica inflazionistica relativamente moderata.

Si è già ricordato il notevole guadagno competitivo che la Germania ha acquisito a partire dall'inizio del 1980 nei confronti degli Stati Uniti e del Giappone, ovvero dei principali concorrenti nei mercati mondiali. Mentre nel 1979 il tasso reale della Germania era rimasto approssimativamente stabile, nei 14 mesi passati il guadagno competitivo complessivo è stato pari al 10%, mentre quello nei confronti dei *partners* comunitari si è commisurato al 7%, anche a seguito del note-

⁹ L'esperienza dei due anni avvalorava la tesi di Vaubel nella controversia Vaubel-Thygesen circa la necessità di aggiustamenti dei cambi reali all'interno della Comunità. Cfr. VAUBEL (1978) e THYGESSEN (1979).

vole guadagno bilaterale registrato nei confronti del Regno Unito. Infine, Francia e Paesi Bassi hanno mostrato guadagni di competitività compresi fra il 5 e il 10 per cento.

L'esperienza di questi due anni offre sostegno all'approccio in base al quale la teoria della parità dei poteri d'acquisto non può essere considerata come guida valida agli sviluppi dei tassi di cambio nel breve periodo. Risultati inflazionistici relativamente buoni non necessariamente sono accompagnati da una valuta forte; fattori ciclici, movimenti strutturali e politici e, soprattutto, movimenti nei tassi di interesse possono indurre alterazioni di breve periodo rispetto alla parità dei poteri d'acquisto. D'altro lato, è anche stato confermato il fatto che la stabilità dei tassi di cambio nominali non comporta l'egualizzazione dei tassi d'inflazione in un arco di tempo breve. Le due considerazioni appena fatte rappresentano naturalmente le due facce della stessa moneta, ma chi scrive trova questo secondo aspetto coerente con il punto di vista in base al quale fattori interni di *cost push* e meccanismi interni di perpetuazione e amplificazione di *shock* di prezzo di natura esterna rivestono un'importanza fondamentale.

Occorre riconoscere al riguardo che nel periodo in esame sono state introdotte modifiche ai meccanismi di indicizzazione in Danimarca e in Olanda,¹⁰ mentre in Belgio è stato fatto ricorso a una forma relativamente rigida di politica dei redditi. All'altro estremo, sembra difficile disconoscere il fatto che i costi reali di breve periodo della rigida politica monetaria perseguita nel Regno Unito sono stati fortemente aumentati da notevoli spinte salariali, che hanno probabilmente trovato origine nelle concessioni fatte ai dipendenti pubblici; d'altro canto, in Italia, ovvero nel paese della Comunità con la massima dipendenza energetica, la risposta al secondo *shock* petrolifero è stata sì un irrigidimento della politica monetaria, ma anche... un rafforzamento delle clausole di indicizzazione.

V. Conclusioni

Una prima conclusione che vorrei trarre dalla breve analisi qui svolta dei primi due anni di sviluppi degli AEC è che i risultati relativamente soddisfacenti sin qui registrati sembrano dipendere da due principali elementi. In primo luogo, la debolezza, in larga misura

¹⁰ Queste modifiche istituzionali costituiscono una delle principali ragioni per cui una economia relativamente piccola e aperta come quella danese ha potuto mantenere completamente il guadagno di competitività ottenuto tramite il deprezzamento del cambio effettivo.

imprevista, del marco nei confronti del dollaro ha notevolmente aumentato l'importanza dei differenziali dei tassi di interesse nominali per il finanziamento degli squilibri nei pagamenti all'interno della Comunità ed ha rafforzato l'impegno delle autorità economiche nei paesi con inflazione relativamente più elevata di quella tedesca a non far ricorso a svalutazioni nei confronti del marco, per evitare ripercussioni negative in termini di prezzi. Sulla base di queste considerazioni, si dovrebbe comunque ritenere che un test per il sistema sopravverrà quando il saldo di partite correnti tedesco mostrerà sintomi di ritorno verso l'equilibrio e si verificherà una stabilizzazione nel prezzo in dollari del petrolio.

In secondo luogo, si deve riconoscere che la determinazione delle autorità britanniche a perseguire una politica monetaria indipendente e restrittiva sarebbe risultata difficilmente compatibile con l'adesione della sterlina agli accordi di cambio in termini di margini ristretti. Non insisterò peraltro in questa sede sulla mia convinzione che, in una fase di transizione verso una maggiore convergenza delle variabili fondamentali, un sistema che (a) permettesse alle quattro principali monete di muoversi nell'ambito di una banda bilaterale più ampia di quella attuale del $\pm 2,25\%$ e (b) ponesse maggiore enfasi sulle conseguenze dell'allarme preventivo segnalato dall'indicatore di divergenza, potrebbe rappresentare una soluzione più soddisfacente.¹¹

Non si può tuttavia negare che la completa libertà della sterlina ha costituito una debolezza sia per il funzionamento del meccanismo di cambio, almeno per quanto riguarda il ruolo dell'ECU,¹² sia per l'utilizzazione dell'ECU come attività di riserva e strumento di regolamento.

Non è compito specifico di questo lavoro passare in rassegna il meccanismo di creazione di ECU¹³ e di funzionamento delle facilitazioni creditizie disponibili per sostenere gli accordi di cambio. È comunque opportuno ricordare che, sebbene gli interventi in monete comunitarie abbiano acquisito importanza non trascurabile, gli ammontari in questione sono comunque risultati relativamente ridotti rispetto a quelli connessi a interventi in dollari.

¹¹ Per un'analisi delle ragioni per cui un approccio di questo tipo allo SME non ha trovato accettazione concreta all'avvio del sistema cfr. il lavoro "monumentale" di LUDLOW (1981). Su questo problema cfr. anche THYGESEN (1979).

¹² Come si è già indicato il metodo attualmente previsto per la "correzione" dei movimenti della sterlina comporta distorsioni nei segnali del sistema di allarme ECU. Cfr. MASERA (1980), SPAVENTA (1980) e ROSSI (1980).

¹³ Come si ricorderà gli ECU sono creati sulla base di *swap* rinnovabili a 3 mesi contro oro e dollari.

Interventi in monete AEC fatti ai margini bilaterali possono essere o regolati in ECU, se le due banche centrali concordano su questo metodo di regolamento, oppure in riserve esterne (dollari), o infine possono determinare l'attivazione del meccanismo di finanziamento a brevissimo termine. In questo ultimo caso il debitore ha diritto a utilizzare ECU fino a un limite del 50% del debito in cui è incorso.

In pratica, le posizioni nette totali in ECU sono cresciute fino a circa 2 miliardi di ECU nei primi mesi del 1980, i saldi sono poi diminuiti nella parte centrale dell'anno, per risalire a 2 miliardi nel gennaio del 1981. L'utilizzazione attiva degli ECU è dunque risultata piuttosto limitata, specialmente quando si tenga conto del fatto che gli ECU creati sulla base del meccanismo *swap* sono cresciuti da circa 25 miliardi¹⁴ all'avvio del sistema a 49 miliardi nel gennaio 1981.¹⁵

In un recente lavoro Triffin (1981) ha sottolineato l'esigenza di una creazione "permanente" di ECU e di un meccanismo che ne assicuri una crescita più equilibrata. Non si può qui che concordare su queste argomentazioni, annotando al contempo che la mancanza di una soddisfacente definizione del meccanismo di creazione di ECU può diventare un serio ostacolo per il funzionamento degli AEC in condizioni di tensione. In effetti, sembra ora essere giunto il momento di riconsiderare quali debbano essere le caratteristiche desiderabili dell'ECU nel contesto della seconda fase del Sistema monetario europeo. La forza del dollaro, la nuova definizione del DSP, il fatto che il peso della lira dovrebbe essere notevolmente aumentato, l'incertezza circa i movimenti nel cambio della sterlina, sono tutti fattori che rendono l'ECU meno attraente come attività di riserva rispetto a due anni fa.

Infine, le valutazioni che sono state qui proposte circa le forze che spingono ad aumenti nei prezzi e circa il ruolo che i tassi di cambio possono svolgere nel processo di aggiustamento reale mi fanno ritenere che sforzi più significativi dovrebbero essere dedicati a livello comunitario all'armonizzazione e al coordinamento delle variabili fondamentali, se lo scopo dello SME continua ad essere quello dell'unificazione

¹⁴ Inclusi i depositi della Banca d'Inghilterra, che sono peraltro stati effettuati soltanto nel luglio del 1979.

¹⁵ In particolare suggerirei che gli attuali meccanismi dovrebbero essere modificati in modo da consentire una più ampia utilizzazione degli ECU anche quando gli interventi non sono fatti ai margini bilaterali, se essi facilitano la coesione nel sistema. Ad esempio il meccanismo che attualmente è attivato solo ai margini bilaterali potrebbe essere reso disponibile anche per interventi intramarginali quando sia stato superato il limite di divergenza.

monetaria europea.¹⁶ La prima questione a questo riguardo si collega ai problemi della convergenza nelle politiche monetarie, che saranno esaminati dal prof. Thygesen.¹⁷ Suggestirei inoltre che, a monte delle politiche monetarie e di cambio, i processi di formazione dei redditi nominali¹⁸ e i disavanzi dei settori pubblici, specialmente di tipo corrente, nella Comunità dovrebbero essere soggetti a uno stretto scrutinio *ex-ante*: la graduale resa della sovranità monetaria non può esser disgiunta da azioni volte ad armonizzare i *trend* fiscali e salariali nei paesi membri.

RAINER S. MASERA

¹⁶ Questo fatto è stato sottolineato in particolare da van Ypersele (1981) che ha suggerito l'utilizzazione di un "indicatore di divergenza rispetto ai tassi d'inflazione" per attirare specialmente l'attenzione sull'esigenza di una convergenza dei tassi di aumento nei prezzi verso una media comune e bassa.

¹⁷ Vorrei qui solo ricordare l'enfasi che Thygesen ha giustamente posto all'avvio del sistema sulla desiderabilità che i paesi aderenti allo SME formulino obiettivi monetari intermedi con riferimento alle componenti interne di creazione monetaria (Thygesen 1979). Sfortunatamente questa importante questione non ha finora attirato l'attenzione che merita.

¹⁸ Si è già fatto riferimento al fatto che, ad esempio, clausole di indicizzazione rispetto ad aumenti nei prezzi petroliferi e nelle imposte indirette non sono coerenti con un buon funzionamento dello SME: esse non sono infatti presenti nella maggioranza dei paesi comunitari.

APPENDICE

In questa appendice si esamineranno, per quanto brevemente, le principali caratteristiche del problema di un'analisi simultanea della divergenza rispetto all'ECU e rispetto ai movimenti nel tasso di cambio effettivo e in quello reale.¹

L'indicatore di divergenza ECU in termini assoluti (non relativi) può essere espresso nel seguente modo:

$$(A.1) \quad I_j = \frac{\sum_{i \neq j} \pi_i \dot{x}_{ij}}{\sum_{i \neq j} \pi_i} = \sum_{i \neq j} \frac{\pi_i}{(1-\pi_i)} \dot{x}_{ij}$$

dove x_{ij} denota il prezzo della valuta di riferimento j in termini della moneta i (numero di unità di i per una unità di j), π_i è il peso di ciascuna moneta nel paniere ECU, la sommatoria (Σ) si estende a tutte le monete comunitarie, e il soprascritto ($\dot{}$) indica il tasso di variazione di una variabile rispetto al valore "centrale".

Se b denota il margine di fluttuazione prefissato per le monete comunitarie dagli accordi di cambio (si ipotizzerà qui che il margine sia lo stesso per tutte le monete: $|\dot{x}_{ij}| \leq b$), dalla (A.1) otteniamo:

$$(A.2) \quad |I_j| \leq b$$

In generale, l'indicatore di divergenza in termini del tasso di cambio effettivo può essere scritto come:

$$(A.3) \quad IE_j = \sum_{i=1}^n \dot{x}_{ij} w_{ij}$$

dove l'indice i si riferisce, in linea di principio, a tutte le monete e w_{ij} denota il peso che deve essere attribuito alla variazione \dot{x}_{ij} .²

Per semplicità, ipotizzeremo anche che vi sia una sola moneta importante esterna alla Comunità: il dollaro, che costituisce quindi la moneta $n+1$ -esima. I pesi relativi del dollaro per le singole monete europee sono definiti come $w_{n+1,j}$ per $j = 1, \dots, n$.

¹ Per un'analisi più dettagliata di questi punti cfr. MASERA (1980) e ROSSI (1980).

² I pesi w_{ij} hanno le seguenti proprietà $w_{ii}=0$; $w_{ij} \neq w_{ji}$; $\sum_{i=1}^n w_{ij}=1$. Il peso w_{ij} può essere definito, ad esempio, come rapporto fra i flussi commerciali tra i paesi i e j e il commercio totale del paese j .

Si può facilmente dimostrare che sussistono le seguenti relazioni:

$$(A.4) \quad |IE_j| \leq b(1-w_{n+1,j}) + |\dot{x}_{n+1,j}| w_{n+1,j}$$

$$(A.5) \quad |IE_j| \leq b+w_{n+1,j} |\dot{x}_{n+1,k}|, \quad k \neq j$$

La (A.4) mostra che, sulla base delle ipotesi fatte, l'indicatore di "divergenza effettiva" per una moneta j può fluttuare solo entro margini che rappresentano una media ponderata del margine bilaterale SME e della variazione di j rispetto al dollaro, a partire dalla data in cui sono stati fissati i tassi di cambio centrali nello SME.

La (A.5) mostra poi che sussiste anche un legame fra la divergenza effettiva di j e la variazione di j rispetto a ogni singola moneta del paniere. Riunendo le due disequazioni (A.4) e (A.5) otteniamo:

$$(A.6) \quad |IE_j| \leq \min \{ b(1-w_{n+1,j}) + |\dot{x}_{n+1,j}| w_{n+1,j}, b+w_{n+1,j} \min_k |\dot{x}_{n+1,k}| \} = m$$

Si può quindi vedere che una variazione dello stesso ammontare delle monete comunitarie rispetto al dollaro ha effetti diversi per i singoli tassi di cambio effettivi, in dipendenza del peso relativo del dollaro, che varia da paese a paese.

In particolare, se per la moneta h risultasse che: $\dot{x}_{h,n+1} = 0$, ne deriverebbe:

$$(A.7) \quad |\dot{x}_{j,n+1}| \leq b; \quad |IE_j| \leq b$$

Quindi, se una delle monete comunitarie determina in via autonoma la politica rispetto al dollaro tutte le altre monete partecipanti al sistema dovranno adattare, in base a questa politica, i loro obiettivi interni rispetto ai tassi di cambio nominali nei confronti del dollaro e del tasso di cambio effettivo, sorgerebbero altrimenti tensioni all'interno del sistema.

Le considerazioni fin qui svolte possono essere ampliate ragionando in termini di tassi di cambio reali. Se con P_j si denota l'indice rilevante di prezzo nel paese j , il tasso di cambio reale bilaterale fra le monete i e j può essere scritto come:

$$(A.8) \quad r_{ij} = x_{ij} \frac{P_i}{P_j}$$

L'indicatore di divergenza in termini di tassi di cambio reali può essere definito come segue:

$$(A.9) \quad IR_j = \sum_{i=1}^{n+1} w_{ij} \dot{r}_{ij}$$

Se D_j denota la media ponderata dei differenziali di inflazione tra il paese j e tutti gli altri paesi:

$$(A.10) \quad D_j = \dot{P}_j - \sum_{i=1}^{n+1} w_{ij} \dot{P}_i$$

potremo anche scrivere

$$(A.11) \quad IR_j = IE_j + D_j$$

In conclusione, se per il paese j , caratterizzato da inflazione relativamente elevata, si verifica che: (1) il peso del dollaro è relativamente alto e (2) vi è un altro paese dello SME che vuole mantenere stabile il tasso di cambio rispetto al dollaro, si potrebbe verificare che: $m < D_j$, e quindi: $IR_j > 0$; in altre parole, il paese j è costretto a subire perdite di competitività.

R.S.M.

BIBLIOGRAFIA

- BAER G. (1979) - "Some Technical Implications of Pegging Exchange Rates Against a Basket of Currencies", *The Economist*, 127, N. 3.
- BAFFI P. (1979) - "1979: entra in vigore lo SME, la lira si salverà", *L'Espresso*, 7 gennaio.
- BASEVI G. (1979) - CEEP - V Rapporto, febbraio.
- LUDLOW P. (1981) - "The Making of the EMS, July 1977-March 1979: The Politics of the European Community in the First Two Years of the Carter Administration", di prossima pubblicazione.
- MASERA R.S. (1980) - *L'unificazione monetaria e lo SME*, Il Mulino, Bologna.
- ROSSI S. (1980) - "Un approccio analitico al tema degli indicatori di divergenza nello SME", mimeo.
- SPAVENTA L. (1980) - "Algebraic Properties and Economic Improprieties of the 'Indicator of Divergence' in the European Monetary System", mimeo.
- THYGESEN N. (1979) - "The Emerging European Monetary System: Precursors, First Steps and Policy Options", relazione preparata per il Seminario sul Sistema Monetario Europeo, Université Catholique de Louvain, 24-25 marzo.
- TRIEFFIN R. (1981) - "Conclusions and Policy Suggestions from the Evolution of Fecom Accounts, from the Inception of EMS through the End of 1980", mimeo.
- VAN YPERSELE J. (1981) - "The Future of the European Monetary System" Bonn, febbraio.
- VAUBEL R. (1978) - *Strategies for Currency Unification*, Kieler Studien (Herbert Giersch ed.) N. 156, Tübingen.