

I meccanismi di intervento e finanziamento dello SME e il ruolo dell'ECU *

1. Meccanismi di intervento e attività di riserva negli accordi di cambio dello SME del 1978-79

Il nucleo centrale dello SME è costituito dagli accordi di cambio, nell'ambito dei quali i paesi partecipanti si sono impegnati a mantenere i propri tassi di cambio bilaterali entro margini prescritti di variazione rispetto a parità centrali concordate.¹ Sebbene le parità centrali siano fissate in termini di ECU, i tassi obbligatori di intervento sono definiti su base bilaterale — marchi tedeschi per lira o franco francese a Francoforte, lire per franco francese o marco tedesco a Milano: questo aspetto ha dirette implicazioni per i meccanismi di intervento e finanziamento.

Nei testi legali dello SME vi sono relativamente poche regole esplicite riguardanti gli interventi sui mercati valutari; fondamentalmente esse incorporano quelle in vigore nell'ambito del "serpente". La risoluzione del Consiglio Europeo del 5 dicembre 1978 «sull'istituzione dello SME e problemi collegati» (alla quale si farà d'ora in poi riferimento come Risoluzione di Bruxelles) stabilisce che «in linea di principio gli interventi verranno effettuati nelle valute partecipanti al Sistema» (art. 3.3) e che «gli interventi nelle valute partecipanti sono obbligatori quando siano raggiunti i tassi d'intervento definiti dai margini di fluttuazione» (art. 3.4). Gli Accordi del 13 marzo 1979 tra le banche centrali della CEE che fissano le procedure operative dello SME (ai quali si farà d'ora in poi

* Questo lavoro è stato preparato per la sessione speciale sullo SME tenutasi nel corso della riunione autunnale del Project LINK (Madrid, 2-6 settembre 1985). L'autore è grato ad A. Roncaglia per aver richiamato la sua attenzione su un errore in una precedente versione e a L. Spaventa per utili commenti, e mantiene ovviamente la responsabilità per le opinioni espresse.

¹ Le parità centrali possono essere cambiate con l'accordo di tutti i paesi partecipanti e della Commissione della CEE. Ci si attendeva, tuttavia, che tali variazioni sarebbero state infrequenti e possibilmente non molto ampie, nella presunzione che la convergenza delle politiche e degli andamenti economici avrebbe ridotto il bisogno di aggiustamenti di cambio.

riferimento come Accordi tra le banche centrali) specificano inoltre che «gli interventi saranno illimitati ai tassi d'intervento obbligatorio» e che «altri interventi (cioè quelli non ai margini) verranno condotti secondo le ... direttive adottate dal Comitato dei Governatori ... o saranno soggetti a concertazione tra tutte le banche centrali partecipanti» (art. 2.2). Le direttive del Comitato dei Governatori stabiliscono in sostanza quanto segue:

a) gli interventi in valute comunitarie sono intrapresi "su base automatica" ai tassi di intervento obbligatorio, ma sono soggetti ad autorizzazione preventiva (attraverso la concertazione) quando vengono intrapresi entro i margini, e devono essere interrotti se producono effetti indesiderati su altre valute del sistema;

b) gli interventi in dollari sono anch'essi in linea di principio soggetti a previa autorizzazione e concertazione; scopo principale di questa norma è di evitare interventi in dollari che indeboliscano la coesione dello SME² o accentuino le tendenze del dollaro sui mercati valutari; si riconosce che in alcuni di questi casi un'alternativa potrebbe essere offerta da interventi (entro i margini) in valute comunitarie.

Un'ultima prescrizione deve essere menzionata. L'art. 3.5 della Risoluzione di Bruxelles stabilisce che «una formula basata sul paniere ECU verrà usata come indicatore per identificare andamenti divergenti tra le valute comunitarie», e l'art. 3.6 stabilisce che «quando una valuta attraversa la propria soglia di divergenza, ciò determina una presunzione che le autorità interessate correggeranno tale situazione con misure adeguate» inclusi «interventi diversificati»: gli interventi intramarginali sembrerebbero dunque avere un ruolo nella regolare gestione del sistema. La rilevanza di questa norma, tuttavia, non deve essere sopravvalutata. Gli interventi qui sono solo una tra molte misure possibili nell'ambito di una presunzione di azione piuttosto debole. Soprattutto, il ricorso sistematico ad interventi intramarginali mine-

² Un caso importante è quello di interventi simultanei in dollari di segno opposto da parte di due banche centrali del sistema.

³ Queste norme rappresentano ciò che è rimasto, nella soluzione di compromesso adottata dal Consiglio Europeo a Bruxelles, del cosiddetto "approccio di tipo paniere" alla determinazione dei tassi centrali e dei margini dello SME. Tale approccio è discusso estesamente in R. MASERA, *L'unificazione monetaria e lo SME*, Bologna, 1980, cap. 4 e Appendice 1. Cfr. anche P. BAFFI, "Il sistema monetario europeo e la partecipazione italiana", audizione alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato, 26 ottobre 1978.

rebbe la stessa capacità dell'indicatore di divergenza di identificare — attraverso il comportamento del cambio — il paese divergente.⁴

Il finanziamento degli interventi in valute comunitarie è assicurato dalla facilitazione di credito a brevissimo termine (FCBT), cioè da mutue linee di credito attraverso le quali ciascuna banca centrale rende disponibile alle altre la propria valuta.⁵ L'accesso alla FCBT è determinato in pratica dalle regole di intervento. Poiché l'intervento è obbligatorio e deve essere effettuato "su base automatica" e "per ammontari illimitati" da ogni banca centrale nelle valute che hanno raggiunto i margini sul proprio mercato, in tal caso l'accesso alla FCBT è automatico e illimitato. Gli interventi intramarginali in valute comunitarie sono soggetti al consenso delle banche centrali emittenti, che condiziona di conseguenza anche l'accesso alla FCBT.

Queste norme rispondevano in primo luogo all'esigenza di rendere disponibili risorse credibili per la difesa dei cambi concordati. Esse riflettevano anche l'equilibrio tra gli interessi dei creditori e dei debitori potenziali nel sistema. A questo riguardo, i debitori potenziali volevano la garanzia che linee di credito adeguate sarebbero state disponibili per mantenere i propri impegni di cambio nel periodo richiesto per l'aggiustamento graduale degli squilibri esterni. I creditori potenziali, d'altro canto, erano soprattutto preoccupati per le conseguenze monetarie interne delle operazioni di intervento e finanziamento: la loro disponibilità ad estendere assistenza finanziaria per interventi ai margini derivava dall'ipotesi secondo cui in queste circostanze il paese debitore sarebbe stato soggetto a una maggior pressione ad introdurre misure correttive di politica economica. La garanzia contro una creazione eccessiva di liquidità era fornita dalla breve durata dei crediti nell'ambito della FCBT e dall'introduzione di regole di condizionalità per l'estensione di credito per periodi più lunghi.⁶

⁴ Cfr. MASERA, *op. cit.*, pag. 103.

⁵ Le operazioni di finanziamento assumono tecnicamente la forma di vendite e acquisti a pronti di valute comunitarie contro l'accreditamento o addebitamento di conti denominati in ECU presso il Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECO-M). Le operazioni di finanziamento scadono 45 giorni dopo la fine del mese nel corso del quale sono stati effettuati gli interventi. Esse possono essere rinnovate per un ulteriore periodo di tre mesi a richiesta della banca centrale debitrice, entro un tetto complessivo uguale alla sua quota debitrice nell'ambito del sostegno monetario a breve termine.

⁶ L'art. 10 (d) degli Accordi tra le banche centrali prevede che se una banca centrale si avvale della possibilità di rinnovo automatico per un periodo di sei mesi consecutivi, il Comitato dei Governatori dovrà accertare se non sia appropriato ricorrere ad altri mezzi di finanziamento — sostegno monetario a breve termine o assistenza finanziaria a medio termine; queste linee di credito prevedono anche l'introduzione di condizioni di politica economica.

Gli Accordi tra le banche centrali dedicano notevole attenzione alle norme per regolare i debiti sorti a seguito di interventi. Regole dettagliate, in particolare, stabiliscono l'ordine di ripagamento dei debiti (art. 12), la loro automatica reciproca compensazione quando ciò sia possibile (art. 13), il loro regolamento anticipato (art. 14), la detenzione di valute comunitarie (art. 15), e le attività di riserva che possono essere utilizzate nei regolamenti (art. 16).

Un principale obiettivo di tali norme è di limitare la detenzione di valute comunitarie da parte delle banche centrali partecipanti. L'art. 15 prescrive che «le banche centrali possono detenere saldi di transazioni (*working balances*) in valute comunitarie entro i limiti stabiliti dal Comitato dei Governatori. Tali limiti possono essere ecceduti solo con il consenso delle banche centrali interessate». La disposizione per la compensazione automatica dei debiti è ugualmente diretta allo stesso fine. L'art. 14 stabilisce che «qualsiasi saldo debitore ... può essere regolato prima della scadenza su richiesta della banca centrale debitrice ... *in qualunque momento* nella valuta del creditore nel FECOM», ma solo *alla normale data dei regolamenti mensili* quando vengono usati differenti mezzi di pagamento (cioè quelli prescritti dall'art. 16); e l'art. 16 disciplina l'utilizzo di altre attività di riserva nel regolamento di operazioni in scadenza «nella misura in cui ciò non sia fatto in prima istanza utilizzando gli averi nella valuta del creditore».

I regolamenti possono essere anche effettuati trasferendo ECU: tuttavia, gli Accordi del 1979 obbligavano i creditori ad accettare pagamenti in questa forma solo entro il limite del 50 per cento del debito in essere nell'ambito del FECOM. In pratica il diritto di utilizzare ECU veniva così ristretto a una frazione degli interventi effettuati al limite, anche se veniva lasciata aperta la possibilità di un uso più esteso attraverso accordi bilaterali volontari.

Di nuovo, questa soluzione rappresentava un particolare equilibrio tra gli interessi dei potenziali debitori e creditori nel sistema. Le ECU vengono create attraverso *swaps* trimestrali rinnovabili con il FECOM, contro il deposito del 20 per cento degli averi in oro e dollari di ciascuna banca centrale. La possibilità di spendere le ECU create a fronte di averi in oro implicava un aumento della liquidità internazionale⁷ disponibile

⁷ Questo effetto di liquidità è potenzialmente rilevante, dato che circa tre quarti delle ECU in essere è creato in contropartita di oro (cfr. Tav. 3). Non si ha invece aumento di liquidità per le ECU create a fronte di dollari: ciascuna banca centrale ha il diritto di «sciogliere» la propria transazione *swap* prima della scadenza «allo scopo di far fronte a una diminuzione delle proprie riserve in dollari». In altre parole, i dollari conferiti al FECOM sono a tutti gli effetti liberamente disponibili.

per resistere a pressioni sul cambio. Dal punto di vista dei creditori potenziali, tuttavia, i saldi creditori in ECU costituivano attività poco attraenti: essi rendevano infatti un interesse al di sotto del mercato,⁸ ed erano inoltre inconvertibili e praticamente illiquidi, dal momento che non vi era alcuna disposizione che ne assicurasse il «riacquisto» da parte della banca centrale debitrice. Inoltre, la creazione complessiva di ECU era (ed è tuttora) soggetta ad ampie oscillazioni in connessione con variazioni dei saldi in dollari delle banche centrali partecipanti, del cambio del dollaro nei confronti delle valute europee e del prezzo dell'oro.⁹ Così, le restrizioni sull'accettabilità dell'ECU erano un modo per bilanciare la richiesta di liquidità da un lato e i timori di un'eccessiva accumulazione di ECU dall'altra.

Nel complesso, mentre tali norme offrivano una struttura informale e flessibile, in grado di adattarsi a circostanze e bisogni mutati, esse si basavano sull'ipotesi che la maggior parte degli interventi sarebbe stata effettuata in valute comunitarie ai margini obbligatori di intervento; in effetti, un'obbligazione formale ad intervenire sorgerà soltanto in questo caso. Gli interventi intramarginali erano visti come l'eccezione piuttosto che la regola; l'utilizzo di valute comunitarie a questo fine era circondato da severe limitazioni e precauzioni e l'accumulazione di riserve in tali valute veniva scoraggiata. Quanto alle ECU ufficiali, negli Accordi del 1979 esse assomigliavano più a strumenti di credito non negoziabili che ad attività di riserva. Pertanto, il sistema non aveva di fatto altre riserve ufficiali liberamente disponibili, liquide e pienamente convertibili al di fuori dei dollari americani. Ciò è sorprendente, dal momento che in larga parte la creazione dello SME aveva risposto al desiderio di diminuire la dipendenza dell'Europa dal dollaro e dalle politiche economiche americane.

2. Gli sviluppi seguiti dall'istituzione dello SME

L'esperienza riguardante i meccanismi di intervento e finanziamento dello SME negli anni trascorsi dall'istituzione del sistema è stata

⁸ Il tasso di interesse sui saldi creditori veniva determinato come media ponderata dei tassi ufficiali di sconto dei paesi le cui valute sono incluse nel paniere ECU (con pesi uguali ai pesi delle valute stesse nel paniere).

⁹ I dati nella tav. 3 mostrano che le variazioni nel valore degli averi in oro (a loro volta dovute quasi esclusivamente a variazioni del prezzo) sono state invece la causa principale delle variazioni delle ECU ufficiali.

nel complesso soddisfacente. Tuttavia, ciò sembra più il risultato della flessibilità degli accordi e della stretta cooperazione tra le banche centrali partecipanti che della corrispondenza degli andamenti reali alle aspettative.

Dall'esame degli interventi effettuati nel periodo marzo 1979-giugno 1985 emergono tre principali aspetti (Tav. 1). In primo luogo, circa due terzi degli interventi totali sono stati effettuati in dollari, anche se una quota importante di questi ha risposto ad obiettivi di stabilizzazione propri dello SME. Durante gran parte del periodo il dollaro si apprezzava nei confronti delle valute europee. In tali circostanze è appropriato (e coerente con le direttive sugli interventi) sostenere le valute deboli sul loro mercato nazionale attraverso vendite di dollari; date le restrizioni sull'uso di valute comunitarie, il ricorso a interventi in dollari offriva pertanto un'alternativa praticabile. Tuttavia, gli stessi risultati avrebbero potuto essere ottenuti con minori interventi in valute comunitarie, i quali producono effetti più ampi sulla composizione dei portafogli privati in tali valute.

Una seconda caratteristica degli interventi è che soltanto il 12 per cento circa del totale è stato effettuato ai margini obbligatori di intervento. Tenendo conto degli interventi in dollari con obiettivi di stabilizzazione intra-SME, si può stimare che una quota tra tre quarti e quattro quinti degli interventi totali abbia avuto luogo prima del raggiungimento dei margini. Un obiettivo preminente degli interventi intramarginali è stato di prevenire l'emergere di pressioni speculative: a questo riguardo l'esperienza ha mostrato che quando il cambio giunge vicino al limite di intervento inferiore, tali pressioni possono divenire intense, per il crearsi di attese di riallineamento. Gli interventi intramarginali hanno anche consentito in alcune occasioni di ricostituire le riserve di valute convertibili, diminuite durante precedenti periodi di pressioni.

Terzo, una quota ampia e crescente degli interventi intramarginali è stata in valute comunitarie, a seguito dell'andamento degli acquisti: ciò riflette principalmente il sostegno alle valute deboli fornito sul mercato nazionale delle valute forti. Ovviamente, in questo caso non sarebbe stato appropriato intervenire in dollari. A seguito di tali interventi, il 10 per cento circa delle riserve ufficiali (incluso l'oro) dei paesi dello SME è ora composto da valute comunitarie (Tav. 2). Questi andamenti sembrano essere in larga parte il risultato di una configurazione "anormale" dei cambi, per cui la valuta del paese con l'inflazione più bassa e la più forte posizione esterna — la Germania — è rimasta per

TAVOLA 1
INTERVENTI SUI MERCATI VALUTARI DA PARTE DEI PAESI PARTECIPANTI
AGLI ACCORDI DI CAMBIO DELLO SME¹

		1979 ²	1980	1981	1982	1983	1984	1985 ³
dollari	A	10,3	6,4	8,2	6,5	10,6	6,1	2,3
	V	12,2	20,9	34,1	32,1	21,7	17,1	9,4
valute SME ⁴								
– al limite ⁵		2,5	3,9	11,1	3,0	13,3	1,9	—
– intramarginali	A	0,7	2,2	3,6	4,1	7,7	10,9	5,6
	V	4,7	2,3	5,8	5,8	5,4	2,8	1,5
altri ⁶	A	—	—	0,1	—	—	—	0,9
	V	1,1	0,2	0,2	0,7	0,2	—	0,2
TOTALE	lordo	31,5	35,3	63,1	52,2	58,9	38,8	20,4
	netto ⁷	- 7,0	-14,8	-28,2	-28,0	- 9,0	- 2,9	- 2,3
per memoria								
– ricorso alla FCBT ⁸		3,3	2,5	9,0	2,3	5,4	1,8	—
– regolamenti a pronti in ECU degli interventi		0,9	3,1	2,3	0,1	0,5	—	—

Fonte: FECoM.

¹ In miliardi di dollari. A = acquisti; V = vendite. ² Da marzo a dicembre. ³ Primo semestre. ⁴ Valute partecipanti agli accordi di cambio. ⁵ Acquisti o vendite. ⁶ La cifra per il 1985 include alcuni interventi sul mercato privato dell'ECU. ⁷ Il segno meno indica le vendite nette. ⁸ Facilitazione di credito a brevissimo termine.

TAVOLA 2
RISERVE UFFICIALI NETTE DEI PAESI PARTECIPANTI
AGLI ACCORDI DI CAMBIO DELLO SME¹

	1979	1982	1985 ²
oro	77,5	86,9	80,0
valute convertibili	55,0	36,9	58,5
– dollari	50,0	30,6	37,3
– valute comunitarie	4,3	4,4	17,4
ECU	38,2	37,6	35,2
posizione netta sul FMI ³	10,4	11,4	12,0
altri ⁴	- 6,3	- 14,6	- 12,1
Totale	174,8	158,2	173,6

Fonte: Serie statistiche mensili della BRI.

¹ Consistenze in miliardi di dollari alla fine del periodo. ² Alla fine di giugno. ³ Inclusi i DSP. ⁴ Altre attività meno passività ufficiali a breve termine.

periodi prolungati deboli nella banda SME, principalmente a causa della contemporanea forza del dollaro.¹⁰ In tali circostanze, vi è un incentivo addizionale ad acquistare la valuta debole; pertanto l'apparente simmetria degli oneri di intervento che si osserva in questo periodo non può essere considerata una caratteristica normale del sistema.

Nel frattempo, la prescrizione di limitare a saldi minimi di transazione gli averi ufficiali in valute comunitarie sembra superata dagli eventi; il vincolo sulla possibilità di vendere tali valute in caso di bisogno si è quindi allentato. La capacità del sistema di riconciliare i diversi interessi al suo interno dipende pertanto in misura maggiore dalla cooperazione dei paesi partecipanti. Occorre anche notare che più della metà delle riserve dei paesi membri, escluso l'oro, consiste ora di ECU e valute comunitarie (Tav. 2); i costi impliciti nelle restrizioni sulla libera convertibilità e sull'utilizzo di queste attività sono dunque considerevoli.

Come è avvenuto per gli interventi al limite, il ricorso alla FCBT si è concentrato durante i primi anni dello SME ed è divenuto meno frequente e meno ampio nel corso del tempo (Tavv. 1 e 3); tutte le operazioni sono state estinte nel secondo trimestre del 1984 e in seguito la facilitazione non è stata più attivata. Solo in un caso, nel 1979, essa è stata utilizzata in connessione con interventi intramarginali. La durata media delle operazioni di finanziamento è stata tra i tre e i quattro mesi, con frequente ricorso alla possibilità di rinnovo automatico, e con il successivo rimborso avvenuto nella maggioranza dei casi prima della scadenza. La larga maggioranza delle operazioni è stata estinta attraverso compensazione automatica (cioè come risultato di interventi di segno opposto) e rimborso anticipato nella valuta del creditore. La possibilità di rifinanziare le operazioni della FCBT nell'ambito del sostegno monetario a breve termine non è mai stata utilizzata.

L'utilizzo di ECU "ufficiali" nell'operazione del sistema è stato nel complesso relativamente modesto, e una parte importante delle transa-

¹⁰ Quando il dollaro è forte, il marco tedesco tende ad essere debole anche nella banda dello SME, in quanto esso è un principale sostituto del dollaro nei portafogli internazionali, ed è pertanto influenzato dai flussi di capitale con i mercati finanziari americani in misura maggiore delle altre valute europee, le quali inoltre sono anche protette da controlli valutari. Un marco debole incoraggia anche aspettative di stabilità dei cambi nello SME. Poiché i paesi a inflazione più alta nel sistema mantengono tendenzialmente tassi d'interesse nominali più elevati, in presenza di attese di stabilità dei cambi i differenziali d'interesse a favore delle loro valute accentuano la debolezza del marco. Cfr. a questo proposito S. MICOSSI e T. PADOA-SCHIOPPA, "Can Europeans Control Their Interest Rates?", CEPS paper no. 17, Bruxelles 1984; e F. GIACAZZI e A. GIOVANNINI, "European Currency Experience", manoscritto non pubblicato, ottobre 1985.

TAVOLA 3

CREAZIONE DI ECU E POSIZIONI NETTE IN ECU E NELLA FCBT¹

	creazione di ECU			posizioni nette in ECU ²	posizioni nette nella FCBT ³
	contro oro	contro dollari	totale		
1979 II	13,3	10,0	23,3	0,3	0,2
III	15,8	11,6	27,4	0,3	1,6
IV	18,0	11,3	29,3	0,6	0,7
1980 I	22,2	10,7	32,9	1,5	—
II	31,7	11,1	42,8	1,4	—
III	35,9	9,6	45,5	1,3	—
IV	36,3	9,9	46,2	1,9	1,6
1981 I	38,3	10,9	49,2	3,2	1,3
II	37,7	12,0	49,7	3,2	3,9
III	34,8	12,3	47,1	3,3	3,8
IV	34,5	10,5	45,0	3,4	1,2
1982 I	31,5	10,7	42,3	2,9	0,9
II	28,0	10,5	38,5	4,0	1,9
III	27,8	10,3	38,1	2,4	1,0
IV	31,5	10,8	42,3	3,2	1,3
1983 I	36,7	10,2	46,9	2,8	2,4
II	38,8	11,2	50,0	1,3	0,6
III	39,9	11,8	51,7	1,5	0,1
IV	40,9	12,2	53,1	1,5	1,1
1984 I	39,5	13,1	52,6	2,2	1,8
II	38,7	12,7	51,4	3,0	0,3
III	39,4	13,3	52,7	1,7	—
IV	38,9	13,6	52,5	0,8	—
1985 I	37,2	14,5	51,7	0,1	—
II	38,5	12,6	51,1	—	—

Fonte: FBCoM.

¹ Milardi di ECU. ² Somma di tutte le posizioni nette creditrici (o debitorici) in ECU. Queste posizioni sono ottenute per ciascuna banca centrale come la differenza tra l'allocazione iniziale e gli ammontari detenuti. ³ Somma di tutte le posizioni nette creditrici (o debitorici) nella facilitazione di credito a brevissimo termine.

zioni è avvenuta su base volontaria. Il diritto di utilizzare ECU per regolare fino al 50 per cento dei debiti in essere nell'ambito della FCBT è stato raramente fatto valere: i regolamenti in ECU alle scadenze mensili hanno coinvolto ammontari trascurabili, con la sola eccezione del 1982. Le posizioni debitorie o creditorie aggregate hanno rappre-

sentato una proporzione modesta delle ECU in essere (normalmente al di sotto del 10 per cento; cfr. Tav. 3), con un utilizzo decrescente di ECU nel corso del tempo; tutte le posizioni in essere sono state estinte nel secondo trimestre del 1985 (dopo che l'interesse corrisposto su tali posizioni era stato portato in linea con i tassi di mercato).

Nel complesso non vi è stata alcuna tendenza delle posizioni nette nella FCBT o nei conti in ECU a persistere per periodi prolungati o a crescere cumulativamente; le banche centrali hanno correttamente considerato queste facilitazioni come strumenti per fronteggiare fabbisogni temporanei di liquidità, piuttosto che come linee di credito per coprire disavanzi esterni.

L'uso decrescente dei canali istituiti per fornire ai paesi membri valute convertibili è in qualche misura una conseguenza del generale rafforzamento della posizione finanziaria interna ed esterna dei paesi dello SME a partire dal 1983; questo miglioramento è riflesso anche nell'assenza di importanti pressioni sui cambi (testimoniata dall'assenza di riallineamenti per oltre due anni dopo il marzo 1983). Tuttavia, anche certe insufficienze dei meccanismi attuali sono divenute evidenti. La FCBT è di utilità limitata in quanto gli interventi non hanno normalmente luogo ai tassi obbligatori di intervento; e la scarsa attrattività dell'ECU come attività di riserva, in particolare la sua illiquidità, ha certamente contribuito a scoraggiarne la circolazione.

Uno sviluppo non previsto negli statuti dello SME, e che ciononostante deve essere considerato di notevole importanza, è la rapida espansione degli usi privati dell'ECU, particolarmente, ma non esclusivamente, nelle transazioni finanziarie.¹¹ L'ammontare complessivo di obbligazioni e di prestiti bancari denominati in ECU, praticamente nullo nel 1980, ha raggiunto i 40 miliardi di dollari; di tale ammontare circa un quarto è costituito da obbligazioni e tre quarti da prestiti bancari.

Le ragioni dell'espansione di questi mercati non sono ancora pienamente comprese; l'impulso principale sembra essere venuto dai prenditori di credito,¹² con un ruolo particolarmente attivo, come emittenti sul mercato delle obbligazioni, di istituzioni internazionali (CEE, BEI e BIRS) e agenzie pubbliche dei paesi membri.¹³ Sostegno

¹¹ I mercati hanno adottato la definizione ufficiale dell'ECU e hanno operato in panieri "aperti" quasi fin dall'inizio, assicurando così che l'ECU privato e quello ufficiale non possano differire a seguito di mutamenti nella definizione ufficiale. Si veda al riguardo P. REYNOLDS ALLEN, "Birth of a New Euro-currency: the ECU", studio preparato per il Gruppo dei Trenta, agosto 1985.

¹² Cfr. 55° Rapporto Annuale della BRI (1984-85), pagg. 127-133.

¹³ Oltre la metà delle emissioni in essere sul mercato obbligazionario è dovuta a questi prenditori.

politico, legale e amministrativo allo sviluppo degli usi privati dell'ECU è stato fornito in varie altre maniere dalla Commissione della CEE e da alcuni governi e banche centrali europee.¹⁴

Tuttavia, tale sostegno non sarebbe sufficiente a spiegare la rapida espansione della domanda dei prestiti in ECU e della disponibilità degli investitori a detenere queste attività. Un incentivo importante a questo riguardo è stato costituito dalla composizione del paniere ECU: in un periodo di tassi d'interesse elevati negli Stati Uniti e di continuo apprezzamento ed elevata variabilità del dollaro, l'ECU ha consentito ai prenditori internazionali di credito di ridurre costi e rischi, e allo stesso tempo ha offerto agli investitori un'attraente alternativa al dollaro. La combinazione di rendimento e rischio di cambio fornita dall'ECU si confronta favorevolmente anche con quella delle valute europee "forti" (marco tedesco o fiorino olandese). Dal punto di vista dei prenditori di credito ciò è vero particolarmente per i residenti di paesi europei a più elevata inflazione: in effetti la maggior parte dei prestiti in ECU è stata concessa a residenti dell'Italia e della Francia, incoraggiati a indebitarsi all'estero dalle condizioni di credito restrittive sui mercati interni. In questo senso vi è un elemento di verità nell'opinione secondo cui il mercato privato dell'ECU è il prodotto di insufficiente convergenza e instabilità nell'ambito dello SME.¹⁵

Questa interpretazione, tuttavia, non rende piena giustizia al ruolo svolto dallo SME nell'aumentare l'attrattività dell'ECU. Invero, l'ECU è un paniere di valute legate da un accordo di cambio, il quale implica che l'onere dell'aggiustamento esterno ricada principalmente sugli strumenti interni di stabilizzazione e che i cambi non "accomodino" completamente i differenziali di inflazione. A sua volta ciò richiede una struttura appropriata dei tassi d'interesse nei paesi partecipanti. Fintantoché i tassi d'inflazione divergono e il sistema rappresenta un elemento di disciplina nel senso sopra descritto, il rendimento (o costo), aggiustato per la variazione (*ex post*) del cambio, delle valute ad alta inflazione tenderà a essere più elevato di quello delle valute a bassa inflazione. Inoltre, il rendimento (o costo) dell'ECU tenderà a superare quello delle valute "forti" nel sistema, mentre il rischio di cambio (scarto quadratico medio del rendimento aggiustato) delle attività denominate in ECU sarà in generale più basso di quello delle valute componenti.

¹⁴ Il ruolo del sostegno pubblico nel promuovere l'uso dell'ECU è sottolineato da D.F. LOMAX, "International Moneys and Monetary Arrangements", in *International Money and Credit: the Policy Roles* edito da G.M. von Furstenberg, Washington, D.C., 1983.

¹⁵ Cfr. L. GLESKE, "Europe and the ECU", discorso presentato alla 30ª Conferenza sulla politica del credito organizzata da *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, novembre 1984.

I dati della tav. 4 forniscono qualche evidenza a questo riguardo: l'ECU supera il marco tedesco sia nel rendimento sia nel rischio su tutti i mercati nazionali eccetto quello tedesco (dove il rendimento dell'ECU è più elevato, ma più elevato è anche il suo scarto quadratico medio), e nel complesso risulta più attraente delle valute ad elevato tasso di interesse nel sistema.¹⁶ Su tutti i mercati europei il dollaro mostra rendimenti più elevati, ma anche più elevati scarti quadratici medi dei rendimenti.

Mentre l'insufficiente convergenza e la possibilità di variazioni dei cambi nell'ambito dello SME hanno incoraggiato la domanda per strumenti finanziari denominati in ECU da parte di operatori privati, i controlli sui flussi internazionali di capitali e le limitazioni istituzionali all'uso dell'ECU sui mercati nazionali hanno rappresentato un importante ostacolo; essi sono anche presumibilmente in larga parte responsabili degli squilibri nella struttura e nella distribuzione geografica delle attività e passività finanziarie denominate in ECU.¹⁷

3. Recenti modifiche nei meccanismi dello SME

Nella primavera del 1985 il Comitato dei Governatori della CEE ha raggiunto un accordo su alcune misure dirette a migliorare le caratteristiche dell'ECU nell'ambito del circuito ufficiale. Queste misure rappresentano già una positiva risposta agli sviluppi descritti in precedenza ed indicano la direzione di ulteriori possibili progressi nel futuro.

La principale novità è un meccanismo per la mobilitazione delle attività in ECU attraverso il quale in particolari circostanze le banche centrali partecipanti possono ottenere dollari o valute comunitarie per un periodo limitato, ma senza restrizioni sul tipo di interventi effettuati.

¹⁶ Sul mercato americano la lira mostra un rendimento più elevato e uno scarto quadratico medio del rendimento più basso dell'ECU; ciò riflette la più elevata correlazione tra il cambio della lira e quello del dollaro rispetto a quella tra dollaro e ECU. Parte della spiegazione può essere trovata negli effetti delle oscillazioni del dollaro sulle valute dello SME (cfr. nota 13).

¹⁷ I residenti tedeschi (banche e operatori non bancari) non possono emettere passività denominate in ECU, e l'ECU non ha lo *status* di valuta estera in Germania. I controlli sui flussi internazionali di capitali limitano gli acquisti di attività finanziarie denominate in ECU in Francia, Irlanda e Italia. L'uso limitato dell'ECU nelle transazioni commerciali è anch'esso un fattore che riduce la domanda per depositi denominati in ECU da parte di operatori privati.

RENDIMENTO/COSTO E RISCHIO DI ATTIVITÀ DENOMINATE
IN VALUTE ALTERNATIVE PER INVESTITORI DI VARI PAESI¹

	aprile '79 - marzo '85		aprile '84 - marzo '85	
	rendimento/costo medio coperto	scarto quadratico medio	rendimento/costo medio coperto	scarto quadratico medio
rendimento finale in marchi tedeschi				
di attività denominate in \$	20,8	22,8	23,9	24,2
DM	8,2	2,4	6,0	0,2
FF	8,3	6,7	12,2	0,6
Lit	11,0	6,7	11,6	6,5
ECU	9,8	4,5	10,1	2,5
rendimento finale in franchi francesi				
di attività denominate in \$	25,6	23,6	23,1	24,2
DM	13,0	8,8	5,3	0,5
FF	12,9	2,2	11,4	0,7
Lit	15,6	8,3	10,9	6,6
ECU	14,5	7,8	9,4	2,5
rendimento finale in lire				
di attività denominate in \$	26,8	21,0	26,9	20,9
DM	14,3	8,1	9,2	6,1
FF	14,2	6,5	15,4	5,8
Lit	16,8	2,7	14,7	0,7
ECU	15,8	6,3	13,3	7,7
rendimento finale in dollari				
di attività denominate in \$	12,0	3,2	9,9	1,2
DM	0,8	22,0	- 6,2	23,0
FF	0,9	21,6	- 0,1	22,6
Lit	3,4	18,5	- 0,7	19,0
ECU	2,3	20,3	- 2,1	24,3

Fonte: FMI International Financial Statistics e ECU Newsletter.

¹ I rendimenti sono misurati (in percento in ragione d'anno) dai tassi d'interesse nominali a 3 mesi sui mercati nazionali aggiustati per le variazioni effettive del cambio nei 3 mesi successivi a quello di riferimento (i calcoli sono effettuati su dati medi mensili dei tassi d'interesse e di cambio). Per l'ECU, tassi d'interesse sui depositi a 6 mesi.

Le nuove disposizioni stabiliscono (art. 18a.1 degli Accordi tra le banche centrali) che «in caso di bisogno di valute d'intervento, una banca centrale può mobilitare i propri averi in ECU contro dollari» fino a un ammontare complessivo pari a una frazione¹⁸ dell'allocazione

¹⁸ Questa frazione (n) è determinata dalla formula $n = m \times RD / ET$, dove RD sono le riserve totali in dollari (valutate in ECU) conferite al FECoM contro ECU, ET è il totale delle ECU create e m è un moltiplicatore il cui valore è stato inizialmente fissato a 1,5. Per valori di $m > 1$, una frazione delle ECU create a fronte di oro diviene mobilizzabile.

iniziale di ECU,¹⁹ aumentata o diminuita dell'ammontare di eventuali posizioni creditorie o debitorie nei conti in ECU. Un'importante conseguenza è che le posizioni creditorie in ECU divengono liquide in caso di bisogno; simmetricamente, qualunque precedente utilizzo di ECU riduce il ricorso potenziale alla facoltà di mobilitazione.

Le operazioni di mobilitazione assumono la forma di *swaps* trimestrali contro dollari con le altre banche centrali, attraverso l'intermediazione del FECoM; ogni operazione può essere rinnovata una volta «nel caso che il bisogno di valute di intervento persista». La natura delle operazioni è coerente con l'obiettivo di aumentare la capacità del sistema di resistere a tensioni temporanee: l'esperienza sembra confermare che un orizzonte temporale tra i tre e i sei mesi offre spazio adeguato per assorbire *shocks* temporanei sui mercati valutari o per finanziare un fabbisogno di più lungo periodo sui mercati finanziari.

Un'importante caratteristica della nuova facilitazione è che i dollari ottenuti attraverso di essa «possono essere immediatamente convertiti, per intero o in parte, nella valuta di una delle banche centrali partecipanti, con l'accordo di questa. In tal caso la richiesta di conversione verrà soddisfatta dalla banca centrale che emette la valuta richiesta ...» (art. 18a.3). Si è così esplicitamente consentito di ottenere valute comunitarie per interventi entro i margini. Ciò che ha reso accettabile questa possibilità è il carattere temporaneo delle operazioni di mobilitazione: la banca centrale che fornisce la propria valuta non deve cioè subire effetti permanenti sulle proprie condizioni monetarie interne degli interventi di altre banche centrali del sistema.

Anche l'accettabilità dell'ECU nei regolamenti è stata migliorata: il limite del 50 per cento non si applica quando la banca centrale che riceve il pagamento ha una posizione complessiva debitrice nei conti in ECU, per pagamenti inferiori o uguali a tale posizione; una volta che questa sia eliminata, la regola del 50 per cento entra di nuovo in vigore.

Sono state inoltre introdotte due altre misure. In primo luogo, la remunerazione delle posizioni nette in ECU è stata portata in linea con i rendimenti di mercato (sulla base dei tassi di interesse sui mercati monetari nazionali). In secondo luogo, è ora possibile per certe istituzioni divenire "terzi detentori" di ECU: queste istituzioni possono essere banche centrali di paesi con stretti legami economici e finanziari con la CEE, oppure istituzioni monetarie internazionali, in partico-

¹⁹ Cioè delle ECU create contro dollari e oro a norma dell'art. 17 degli Accordi tra le banche centrali.

lare la BRI. Poiché l'ECU ufficiale è un'attività "precaria", creata attraverso uno *swap*, essa può essere ceduta a titolo ugualmente temporaneo; questi contratti, però, verranno conclusi a prezzi liberamente stabiliti, cosicché l'ECU ufficiale potrà competere su un piede di parità con attività di caratteristiche comparabili e sarà scambiata a prezzi di mercato. Nella misura in cui una domanda da parte di tali "terzi detentori" si manifesti, ne sarà migliorata la liquidità dell'ECU ufficiale, e diminuirà presumibilmente la riluttanza ad usarla e detenerla nell'ambito dello SME. La corresponsione sulle posizioni in ECU di un rendimento legato ai tassi di mercato ha rimosso un altro disincentivo a questo riguardo. L'ECU ha acquistato dunque un po' più delle caratteristiche di un'attività di riserva, perdendo al contempo un po' di quelle di strumento (sussidiato) di credito.

Va sottolineato che il raggiungimento dell'accordo su tali modifiche è stato possibile in quanto esse mantengono un equilibrio tra gli interessi dei creditori e debitori potenziali nel sistema. La circolazione dell'ECU nel circuito ufficiale è stata facilitata rendendo l'ECU più attraente e liquida; la possibilità di usare valute comunitarie negli interventi è stata estesa, evitando allo stesso tempo effetti permanenti sulle condizioni monetarie interne nei paesi la cui valuta viene utilizzata.

Due ulteriori proposte sono state discusse nei negoziati, ma non hanno ottenuto il necessario consenso precisamente in quanto avrebbero alterato quell'equilibrio.²⁰ Esse contemplavano una più ampia accettabilità dell'ECU nei regolamenti e la possibilità di accesso indiscriminato alla FCBT per interventi intramarginali. Le restrizioni sull'utilizzo di valute nazionali per interventi sarebbero state considerevolmente allentate; ciò avrebbe anche implicato, però, un maggior rischio che i meccanismi di riserva-intervento dello SME potessero essere impropriamente usati per finanziare disavanzi di bilancia dei pagamenti e ritardare l'aggiustamento esterno. L'impossibilità di trovare un compromesso accettabile a questo riguardo significa che lo SME continua a non avere una propria valuta comune capace di fungere da strumento di riserva internazionale a pieno titolo.

²⁰ Simili proposte erano state già prese in considerazione nei negoziati sull'"approfondimento" dello SME del 1982, negoziati che poi non raggiunsero alcun risultato concreto.

4. Ulteriori progressi: lo sviluppo dell'ECU come valuta internazionale europea

L'obiettivo di lungo periodo per l'Europa è la piena integrazione economica e finanziaria. Il progresso in tale direzione può essere fondato alla fine soltanto sulla convergenza delle politiche e degli andamenti economici. Lo SME è un quadro istituzionale e un meccanismo operante per promuovere il coordinamento, soprattutto, ma non esclusivamente, nel campo monetario. Lo sviluppo, nel suo ambito, di una valuta comune europea aumenterebbe la pressione verso la convergenza e l'integrazione²¹ e fornirebbe un "veicolo" per il coordinamento delle politiche monetarie.²²

La moneta, tuttavia, non può correre troppo avanti rispetto ad altre variabili-chiave nel processo di integrazione. Non è possibile istituire una valuta comune senza una autorità centrale che ne assuma la responsabilità e ne gestisca l'espansione; le condizioni attuali, economiche e politiche, non sono mature per un tale "salto istituzionale". D'altro canto, se una valuta comune europea, sia essa l'ECU o una valuta nazionale "forte", potesse circolare liberamente come valuta "parallela" nelle transazioni nazionali, le differenze esistenti nelle strutture economiche, finanziarie e fiscali, nella dotazione regionale delle risorse e nella produttività dei fattori potrebbero generare tendenze destabilizzanti.²³ Questi rischi potrebbero essere limitati o controllati, in una fase iniziale, contenendo le funzioni della valuta comune europea nell'ambito delle transazioni consentite, entro i confini nazionali, con valute estere.

Inoltre, l'esperienza mostra che è possibile progredire nell'ambito dello SME quando ciò risponde a interessi e obiettivi ben identificati dei paesi membri e, allo stesso tempo, non si altera l'equilibrio tra tali interessi, nella misura in cui essi siano potenzialmente in conflitto. Alcuni esempi significativi sono stati forniti in precedenza.

²¹ Cfr. B. KLEIN, "Competing Moneys, European Monetary Union and the Dollar", e R. VAUBEL, "Minimizing Imbalances in Monetary Union", in *One Money for Europe*, edito da M. Fratianni e T. Peeters, Londra, 1978.

²² Questo aspetto — il coordinamento, in effetti la centralizzazione della politica monetaria — era centrale nella classica formulazione di Mundell del problema delle aree valutarie ottimali (cfr. R.A. MUNDELL, "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, settembre 1961).

²³ Cfr. D. LAIDLER, "Difficulties with European Monetary Union", e R. MASERA, "Comment on Vaubel", entrambi nel volume *One Money for Europe* citato sopra.

Come si è illustrato, i meccanismi dello SME per il finanziamento e il regolamento degli interventi sono basati sulla coesistenza di più attività di riserva. Un ruolo principale viene ancora svolto dal dollaro anche per obiettivi interni allo SME. Prendendo l'Europa nel suo insieme, il dollaro è anche il principale mezzo di pagamento e l'unità di conto nelle transazioni commerciali e finanziarie. Ampie oscillazioni del dollaro nei confronti delle valute CEE possono pertanto produrre importanti ripercussioni sull'economia dei paesi europei (in particolare sul livello e la composizione del prodotto, sull'inflazione, sul vincolo esterno, sulla posizione debitoria e sulle riserve ufficiali, ecc.).²⁴ Dal momento che i paesi europei differiscono nel grado di dipendenza dal dollaro e di sostituibilità delle proprie valute con il dollaro, oscillazioni del cambio di quest'ultimo possono accentuare le divergenze economiche all'interno della CEE e introdurre tensioni nei cambi. Il tentativo di moderare con gli interventi queste oscillazioni conduce ad "importare" la politica monetaria americana.²⁵ Tali effetti indesiderati possono essere attenuati promuovendo un maggior uso di attività di riserva europee.

Un pronto sostituto per il dollaro potrebbe essere il marco tedesco il quale, in effetti, è venuto assumendo internazionalmente un ruolo crescente; le autorità tedesche, tuttavia, sembrano riluttanti ad assumersi la piena responsabilità di fornire l'attività di riserva all'Europa, dati i vincoli che ne risulterebbero per le proprie politiche monetarie e di cambio. Anche gli altri paesi europei sono riluttanti a muovere lungo questa strada, in quanto ciò potrebbe compromettere l'obiettivo di costruire meccanismi cooperativi per la gestione delle politiche economiche: dal loro punto di vista le politiche monetarie e di cambio verrebbero ancora dettate largamente dall'estero, anche se almeno essi otterrebbero una maggiore stabilità del cambio tra le proprie valute e quella di riserva.

Un'altra possibilità è costituita dall'ECU. In quanto paniere di valute europee, l'ECU aiuterebbe a promuovere soluzioni cooperative nelle decisioni di politica economica; l'onere di fornire la valuta di riserva sarebbe inoltre diviso tra i vari paesi. Almeno in linea di

²⁴ La vulnerabilità dell'Europa alle oscillazioni del dollaro e alle politiche economiche americane è stata sottolineata nel corso degli ultimi venti anni da R. TRIFFIN; cfr. il suo recente studio "The Future of the European Monetary System and the ECU?", CEPS paper no. 2, Bruxelles, 1984.

²⁵ Il problema dell'indipendenza delle politiche economiche è discusso in MICOSI-PADOA SCHIOPPA, *op. cit.*, e in A.K. SWOBODA, "Exchange Rate Regimes and European-U.S. Policy Interdependence", *IMF Staff Papers*, marzo 1983.

principio, l'ECU è uno strumento superiore al marco per intervenire nei confronti di valute terze (dollaro), dato che gli effetti degli interventi sulle riserve ufficiali e sulle condizioni monetarie interne verrebbero ripartiti tra tutte le valute del paniere. Nella misura in cui l'ECU si consolidasse come strumento internazionale di riserva, la coesione degli accordi di cambio sarebbe anche meno esposta alle conseguenze di modifiche nella composizione dei portafogli valutari internazionali.

Naturalmente, in qualunque scenario realistico continueranno a coesistere nel futuro prevedibile varie attività di riserva; l'obiettivo pratico può essere di alterare la loro importanza relativa a favore dell'ECU.

In questa fase tale obiettivo può riferirsi principalmente all'uso di valute di riserva da parte di operatori privati. Invero, le considerazioni svolte indicano che vi è al momento attuale poco spazio per espandere l'uso sia dell'ECU sia del marco nel circuito ufficiale, il vincolo principale essendo rappresentato dall'insufficiente convergenza delle politiche monetarie e delle economie. Nel caso dell'ECU, un ostacolo addizionale è costituito dalla sua inconvertibilità e dall'insufficiente controllo sull'ammontare totale che può essere creato.²⁶ Una soluzione completa a tali problemi è difficilmente immaginabile prima della transizione a una fase "istituzionale" dello SME.

Vi è forse, invece, spazio per progredire nell'ambito degli usi privati dell'ECU. La loro ulteriore espansione costituisce un'importante condizione perché l'ECU possa assumere pieno *status* di attività di riserva: la liquidità e convertibilità di un'attività di riserva dipendono in ultima istanza dall'esistenza di mercati finanziari ampi e "spessi". Mercati finanziari ben sviluppati e un uso esteso nelle transazioni private sono anche un ovvio requisito affinché l'ECU possa servire come valuta di intervento.

I mercati dell'ECU hanno già dimostrato una notevole vitalità: è dunque realmente necessaria un'azione ufficiale per promuoverne ulteriormente lo sviluppo? Dopo tutto, i migliori giudici delle qualità di un'attività di riserva dovrebbero essere gli operatori sui mercati, e un'azione ufficiale in quest'area potrebbe essere vista come un fattore di distorsione.

Una prima risposta è che l'uso dell'ECU da parte degli operatori privati è attualmente ostacolato da leggi e norme amministrative in

²⁶ Cfr. TRIFFIN, *op. cit.*

vari paesi europei: essa non può competere con altre attività di riserva fintantoché non venga riconosciuta ufficialmente come valuta in tutti i paesi della CEE e il suo utilizzo sia limitato da vincoli sulle transazioni valutarie. La rimozione di questi vincoli merita attenzione prioritaria nell'agenda di politica economica. Nella misura in cui ciò accelera il processo di liberalizzazione finanziaria, servirà gli interessi sia di coloro che vedono l'ECU come uno strumento di cooperazione, sia di coloro che pongono l'enfasi sulla convergenza e su politiche economiche "sane" come condizione per ulteriori progressi nello SME.

Inoltre, l'affermazione di una nuova attività di riserva internazionale implica rilevanti costi iniziali di diffusione dell'informazione e di creazione della fiducia; questa è tipicamente un'area di intervento pubblico.²⁷ In effetti, il sostegno politico e istituzionale pubblico ha già giocato un ruolo importante nello sviluppo dell'ECU, come si è sottolineato in precedenza.²⁸

Le funzioni svolte dall'ECU sui mercati privati sono solo una frazione di quelle che una valuta internazionale dovrebbe svolgere (mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore). Va però sottolineato a questo riguardo che gli effetti reali e finanziari legati all'uso di una valuta di riserva discendono principalmente dalle sue funzioni di unità di conto e riserva di valore. Queste funzioni possono essere sviluppate, almeno durante una fase transitoria, indipendentemente dalle funzioni di mezzo di pagamento, che sono le più difficili da acquistare. Pertanto, i benefici connessi con un uso crescente dell'ECU si possono manifestare anche prima che essa abbia conquistato la piena fiducia del mercato.

Il ruolo dell'ECU privato come unità di conto nelle transazioni commerciali è ancora marginale: l'azione ufficiale potrebbe essere principalmente diretta a diffondere informazione e incoraggiamento al riguardo. Un impulso più diretto sarebbe di promuovere l'uso dell'ECU nei grandi contratti a lungo termine nei quali partecipano governi o imprese pubbliche. Le emissioni di passività denominate in ECU da parte di istituzioni comunitarie e di governi nazionali potrebbero essere ulteriormente estese. Un miglioramento nel funzionamento dei mercati privati dell'ECU sarà introdotto con la realizzazione di un sistema di

²⁷ L'industria della moneta è un'industria a costi fissi elevati e costi marginali trascurabili o, in altre parole, un monopolio naturale. Ciò fornisce una motivazione per l'intervento pubblico sul terreno teorico. Cfr. B. KLEIN, *op. cit.*

²⁸ Cfr. Paragrafo 2.

clearing delle operazioni bancarie, in corso di completamento con l'assistenza della BRI.

Infine, un altro aspetto dello sviluppo dell'ECU privato merita l'attenzione delle autorità. Finora, il rapido e spontaneo sviluppo delle operazioni finanziarie in ECU non ha indotto particolari svantaggi, nonostante la mancanza di organi di supervisione che vigilino sul funzionamento del mercato. Sembrerebbe opportuno almeno iniziare a seguire su base regolare gli sviluppi sul mercato bancario e delle obbligazioni; questa funzione potrebbe essere affidata al FECoM. Una tale iniziativa porrebbe il mercato privato dell'ECU su base più sana e contribuirebbe alla fiducia degli operatori.²⁹ Inoltre, la regolare discussione degli sviluppi correnti nel Consiglio di amministrazione del FECoM costituirebbe un nucleo iniziale delle funzioni che un Fondo Monetario Europeo dovrebbe essere chiamato a svolgere in una futura fase istituzionale dello SME.

STEFANO MICOSI

²⁹ Questo aspetto è stato sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia nelle sue Considerazioni Finali alla *Relazione Annuale* sul 1984.