L'impatto potenziale dell'ECU privato sulla stabilità di cambio globale ed europea

1. Introduzione

Attualmente, fra i paesi membri dello SME vi è discordanza di opinioni per quanto riguarda l'ulteriore sviluppo dell'unità monetaria europea (ECU). Un certo numero di essi auspica un potenziamento dell'ECU, da realizzarsi attraverso una maggiore liquidità nelle transazioni ufficiali e un aumento della quantità di ECU in circolazione. Questa idea è sostenuta, in particolare, dai paesi debitori all'interno del meccanismo creditizio dello SME. I paesi creditori, invece, sono contrari a tali innovationes, temendo le conseguenze che operazioni di intervento e di finanziamento nell'ambito dello SME potrebbero avere sui mercati monetari dei singoli paesi. Essi si preoccupano del pericolo di essere costretti ad accumulare ECU in quantità eccessive e sottrarre no quindi il carattere temporaneo del riscorso all'ECU, sussidito la corrispondenza di tassi di interesse realistici sui saldi creditori in ECU. Tuttavia, nonostante questo contrasto, recentemente è stata introdotta una serie di provvedimenti volti a migliorare le caratteristiche dell'ECU ufficiale. Le modifiche all'accordo costitutivo dello SME sono entrate in vigore il 1° luglio 1985.¹

Naturalmente, è stato possibile raggiungere l'accordo su tali modifiche solo perché esse in realtà mantengono invariato l'equilibrio...
di interessi dei potenziali creditori e debitore all'interno del sistema. In effetti, il "pacchetto" del luglio 1985 riguarda prevalentemente provvedimenti di importanza secondaria. I paesi creditori fanno notare come prima di discutere un potenziale sostanziale del ruolo dell'ECU ci si debba soprattutto chiedere per quale ragione lo si voglia. Per rispondere a questa domanda è necessario, quanto meno, elencare le possibili conseguenze di un tale evento.


In realtà, l'influenza dell'uso privato dell'ECU sulla stabilità dei cambi costituisce l'unico conseguenza dell'introduzione dell'ECU a pieno titolo che non sia applicato a priori se classificare come un costo o un beneficio. Ciò risulta dall'analisi teorica dei possibili costi-benefici dell'ECU svolta nella Sezione 2. Nella Sezione 3 viene descritto il metodo seguito e si spiegano i motivi della sua scelta, mentre lo scopo specifico della presente analisi è trattato nelle Sezioni 4 e 5. La Sezione 6 fornisce una sintesi e un commento dei risultati ottenuti.

2. Costi e benefici di un ECU pienamente sviluppato

Per rispondere alla domanda se l'ECU debba o meno essere ulteriormente potenziato, non ci si può limitare a considerare l'ECU nelle transazioni ufficiali, ma occorre anche, e forse soprattutto, riferirsi

all'uso dell'ECU nel ciruito privato. Naturalmente, la promozione del ruolo dell'ECU nelle transazioni private spetta soprattutto alle banche private; tuttavia le banche centrali sono in grado di influenzare questo processo potendo variare il margine di manovra delle operazioni bancarie in attività e passività denominate in ECU. E' ad esempio la banca centrale a consentire ai residenti di esercitare passività e detenere conti in ECU e a riconoscere all'ECU lo status di valuta estera, con le relative conseguenze sulla mobilità internazionale delle attività finanziarie denominate in ECU. La banca centrale può anche esercitare la sua influenza accettando la funzione di prestatore di ultima istanza per l'ECU e provvedendo a fissare e variare le riserve obbligatorie per le banche che attraggono depositi in ECU. In particolare, la possibilità di interventi ufficiali in ECU sui mercati valutari darà probabilmente un vigoroso impulso all'espansione dell'ECU privato, di modo che un ulteriore sviluppo dell'ECU nella sfera ufficiale ne incentiverebbe l'uso privato.

Nel decidere se favorire un ampliamento del ruolo dell'ECU, le banche centrali non possono ignorare il pericolo che la creazione di ECU comprometta la politica monetaria nazionale. Un aumento della quantità di ECU detenuta dalle banche centrali implica che i paesi membri dello SME intensifichino il ricorso ai meccanismi ufficiali di credito previsti dal Sistema. Ciò potrebbe indurre un paese potenzialmente debole a attuare una politica monetaria espansiva di cui i risultati saranno, di regola, trasmessi agli altri paesi membri e potranno essere da questi considerati un fattore esogeno di disturbo, con tutte le sue spiecevoli conseguenze. Ancor più preoccupante sarebbe l'assenza di validi freni alla creazione complessiva di ECU nel settore privato.

La presenza di mercati di deposito e credito in ECU ben sviluppati parallelamente ai mercati finanziari tradizionali in moneta nazionale, potrebbe, inoltre, favorire un aumento dei flussi di capitali fra i paesi membri dello SME (Mayer, 1986, p. 20). Una modifica nella politica monetaria in uno di questi paesi tenderrebbe, in tal caso, a esercitare un'influenza più forte sui tassi di cambio e sole condizioni monetarie degli altri paesi membri dello SME. In sintesi, una più veloce creazione di ECU, congiunta ad un'accelerazione dei flussi dei depositi in ECU all'interno dello SME, potrebbe acuire e propagare gli effetti

4 Queste sono appunto le caratteristiche di cui l'ECU è spesso visto [edito]. E' tuttavia prevedibile che queste restrizioni all'uso dell'ECU siano presto eliminate. L'opposizione della Bundesbank all'ECU è stata basata sulla legge monetaria tedesca che viene le passività indicazioni [cfr., inter alia, The Economist, 23 marzo 1987, p. 92].
di disturbo, delle politiche economiche degli altri paesi, riducendo di conseguenza il margine di manovra per l’attuazione di una politica monetaria indipendente.

Le autorità monetarie contrapporranno questi due vantaggi potenziali per i tassi di cambio intra-SME e l’indipendenza delle loro politiche ai vantaggi potenziali derivanti da un ampliato ruolo dell’ECU. Questi sono i vantaggi collegati all’introduzione dell’ECU privato. Anzitutto, trattandosi di un’innovazione finanziaria, essa dovrebbe favorire la corrispondenza dell’offerta alla domanda sui mercati monetari. In secondo luogo, proprio a causa degli svantaggi potenziali sopra menzionati, la creazione dell’ECU privato costituisce in effetti uno stimolo indiretto a una maggiore integrazione economica e monetaria nello SME. Il ridotto margine per l’attuazione di una politica monetaria indipendente costringerà le autorità a considerare maggiormente gli argomenti in favore della convergenza delle politiche economiche. In particolare, i paesi timorosi dell’inflazione, che sottolineano l’importanza di un coordinamento delle politiche, potranno accogliere favorevolmente le pressioni indirette in tal senso. Naturalmente, non vi è la garanzia che ad una maggiore disponibilità ad attuare politiche convergenti si accompagni, nella realtà, l’accettazione di obiettivi di contenimento dell’inflazione e della crescita monetaria.

In terzo luogo, lo sviluppo di un mercato dell’ECU privato avrebbe l’effetto di promuovere il ruolo ufficiale dell’ECU. Finora l’ECU non ha svolto la funzione di moneta d’intervento sul mercato valutario. Di conseguenza, la sua funzione di mezzo di scambio ufficiale è limitata all’impiego come mezzo di pagamento fra le autorità monetarie. Un vigoroso sviluppo del mercato dell’ECU privato rafforzerebbe le pressioni tendenzialmente verso l’ECU ufficiale e quello privato e, conseguentemente, a favorire la funzione di mezzo di pagamento. Questa funzione potrebbe aiutare l’ECU a svolgere una funzione internazionale di riserva più completa. In tal modo si faciliterebbe anche il conseguimento dei vantaggi tradizionalmente associati a tale ruolo. Un vantaggio spesso menzionato al riguardo è che possa guadagnare su ECU di nuova emissione. La possibilità di ottenere automaticamente i crediti esteri nel caso di disavanza di bilancia dei pagamenti — dato che i paesi terzi accettaranno ECU come mezzo di pagamento internazionale — costituisce anch’essa un vantaggio. Lo stesso può dirsi per il fatto che una moneta comune pienamente sviluppata rende a trasformare lo SME da accordo di cambio in zona monetaria a sé (Sarcinelli, 1985, p. 381).

In tal senso l’ECU è un bene pubblico.

Infine, vi è una conseguenza dell’adozione dell’ECU nel settore privato che non può essere considerata a priori né un costo né un beneficio. Essa riguarda l’effetto dello sviluppo del mercato dell’ECU sulla stabilità di cambio. Questo effetto ha due aspetti. Il primo consiste nel fatto che un ECU privato pienamente sviluppato potrebbe svolgere un ruolo per quanto riguarda i flussi globali di capitali. L’introduzione di una nuova moneta di riserva nell’attuale sistema basato su una pluralità di monete di riserva, potrebbe avere un effetto stabilizzante sui cambi tra le principali monete del mondo, distogliendo in qualche misura i flussi di capitali speculari fra le monete di riserva preesistenti, stabilizzandone in tal modo i tassi di cambio. Ciò vale particolarmente nel caso dell’introduzione dell’ECU, date le sue caratteristiche di portafoglio (attenuata variabilità) derivanti dalla sua struttura di paniere. D’altra parte, l’introduzione di una nuova moneta d’investimento amplia lo spettro d’azione per improprii flussi di capitali speculari, il che può contribuire all’instabilità dei cambi.

Un secondo aspetto dell’effetto dell’ECU sulla stabilità dei cambi riguarda le monete comprese nello SME. A prima vista, l’esistenza di ECU privato sembrerebbe dover favorire la stabilità dei cambi intra-SME. Un aspetto importante di questo problema riguarda l’influenza delle fluttuazioni del dollaro sui tassi di cambio intra-SME. In particolare, si sostiene sovente che, di regola, un dollaro USA debole sospinge i flussi di capitali soprattutto verso il marco tedesco, mentre un dollaro forte sospinge in senso inverso. (Fra gli altri, cfr. Giavazzi e Giovannini, 1983, p. 77, e 1986, p. 460; e Sarcinelli, 1985, p. 376).* L’idea sottostante all’argomentazione in favore della stabilità è che l’introduzione dell’ECU può in certa misura rimuovere questo effetto dollaro, e può in tal modo stabilizzare i tassi di cambio tra le monete SME. Grazie all’introduzione di questa possibilità d’investimento alternativa, le tensioni nel sistema monetario internazionale originate da un dollaro debole possono venire ripartite anche su una valuta in più. È tuttavia prematuro, su questa base, giungere ad una conclusione in

* Questa considerazione sembra in conflitto con uno degli argomenti sopra menzionati. Tuttavia, in questi contesti l’importanza dell’ECU privato ai fini del grado di mobilità dei capitali è minore rispetto a quelle che la stabilità di cambio d’effetto a una situazione in cui il grado di mobilità dei capitali è dato.
* Si vedano anche i riferimenti in Giavazzi e Giovannini (1986, p. 458, nota 3).
* Sarcinelli, 1985, p. 382; Roosa, 1985, p. 342.)
favore della stabilità; possono infatti essere avanzate due controargomentazioni per dimostrare come l'introduzione dell'ECU potrebbe anche condurre ad una minore stabilità dei tassi di cambio.

La prima controargomentazione riguarda la caratteristica dell'ECU di essere un paniere di monete, in particolare delle monete SME. È questa la ragione per cui, a differenza delle monete puramente nazionali, l'ECU permette che la sua offerta e domanda non siano necessariamente equilibrati solo mediante variazioni nel prezzo. Le banche possono coprire in molti modi le loro posizioni non pariagiate in ECU, possedendo opzioni che con le loro posizioni e le loro posizioni non pariagiate in ECU, possono coprire in molti modi le loro posizioni non pariagiate in ECU, possedendo opzioni che con le loro posizioni e le loro posizioni non pariagiate in ECU.

L'ECU è ripartita fra le monete che compongono il paniere ECU (cfr. Mayer, 1986, pp. 11-12).

Anche nel caso in cui l'equilibrio fra offerta e domanda di ECU fosse ristabilito inizialmente soltanto con un'adeguata modifica del prezzo dell'Euro, le attività di arbitraggio indurrebbero una variazione di valore delle monete compotte il paniere ECU nella stessa direzione. In seguito alle operazioni di arbitraggio, si ha sempre un trasferimento dell'offerta o domanda netta di ECU ai mercati delle monete che lo compongono. La disparità di tali effetti di volume su detti mercati corrisponderà alle quote alle rispettive monete nel paniere ECU. Gli effetti di volume comporteranno, di regola, tassi di cambio diversi all'interno dello SME; dal momento che queste variazioni sono importanti a livello mondiale, come il marco tedesco e la sterlina britannica, le operazioni di arbitraggio hanno anche effetti diversi sulle principali valute del mondo, e in tal modo possono compromettere la stabilità dell'assetto generale dei cambi.

La seconda controargomentazione deriva dal fatto che è essenziale distinguere due effetti dell'introduzione dell'Euro. Anzi, si può individuare un aggiustamento di portafoglio una tantum come reazione immediata, ed una conseguente variazione una tantum nei tassi di cambio. In secondo luogo, si possono avere variazioni nella reattività del nuovo portafoglio, che include anche ECU, agli shocks esogeni, rispetto al vecchio portafoglio. Ciò comporta effetti diversi sui tassi di cambio delle monete compotte il portafoglio. E precisamente a questi effetti che ci si riferisce quando si discutono le possibili conseguenze dell'ECU sulla stabilità dei tassi di cambio.

Nel caso di riallocazioni di portafoglio derivanti da shocks esogeni temporanei, la variazione nella quota di portafoglio di una particolare valuta dipenderà dal grado di sostituibilità delle valute che lo compongono. L'introduzione dell'Euro come valuta d'investimento contribuirà a stabilizzare i cambi se darà luogo a una riduzione di queste variazioni delle quote. La variazione di una particolare quota è, naturalmente, determinata dal valore di tale quota prima e dopo lo shock. L'introduzione dell'Euro può influire su entrambi questi valori. Pertanto non è sufficiente considerare solo l'effetto dell'Euro sulla quota dopo l'intervento dello shock esogeno, perché in tal caso si trascuro il fatto che il portafoglio originario può anch'esso risentire della possibilità di investire in ECU. Ciò nonostante, sembra essere del tutto consueto, in studi con oggetto analogo al presente, trascurare l'effetto del portafoglio iniziale. In tal caso, gli autori effettuano in realtà implicitamente un'analisi del primo effetto menzionato, quello una tantum sui cambi, mescolandolo con la presenza di uno shock esogeno.


È dunque necessario tener conto di un gran numero di statistiche per esaminare l'effetto dell'Euro sulla stabilità dei cambi: statistiche riguardanti i valori medi, le variazioni e covarianze di tutte le valute interessate, in periodi diversi e nei due casi di assenza o presenza dell'Euro. Per tale ragione è impossibile prevedere ad una conclusione generale riguardo agli effetti dell'Euro sulla stabilità dei cambi indipendentemente da un'analisi empirica, quale quella che tentiamo nella prossima sezione.
3. Il metodo

Iniziamo ipotizzando che vi sia un mercato in ECU ben sviluppato e generalmente accessibile, che disponga di meccanismi di clearing e di efficienti mercati a termine. Gli ECU privati vengono trattati su un mercato parallelo a quelli delle valute nazionali. Si ipotizza altresì che il mercato sull'ECU sia accettato ad una regolamentazione identica a quella vigente per le transazioni in altre valute e che non vi siano praticamente controlli valutari per le monete d'investimento interessate. Si assume che il passaggio da valute nazionali a ECU e viceversa non influi sull'offerta di moneta,6 e non influisca la mobilità dei capitali. In tal caso, l'esistenza di un mercato in ECU privati ben sviluppato potrebbe modificare la stabilità dei cambi solo influendo sulla struttura geografica dei movimenti internazionali di capitali (cfr. Mayer, 1986, p. 19). In effetti questa impostazione, sia pure ipotetica, si avvicina alla normativa proposta della Commissione della Comunità Europea sul ruolo futuro dell'ECU privato.7

L'esistenza di un mercato dell'ECU pienamente sviluppato parallelo al mercato di deprezzamento e credito in moneta nazionale renderebbe il passaggio di deposito e credito in moneta nazionale un evento pratico. In tal caso, il desiderio di detenere ECU dipenderebbe solo dal loro potere di cambi, che, a sua volta, dipenderebbe dalla stabilizzazione dei cambi. La domanda di attrazione come valore d'investimento dipende presupposto che le caratteristiche di rischio-rendimento dell'ECU rispetto a quelle delle altre valute con esso concorrenti. I fattori determinanti per quanto riguarda la funzione di trasmissione dell'ECU non sono, in ultima analisi, differenti. Ciò, il desiderio di disposizione dell'ECU a una determinata valuta da usarsi per futuri pagamenti relativi a cambi di beni è anch'esso stimolato da considerazioni sulla forza e sul saggio di interesse della valuta in questione, mentre è infuso da movimenti erratici nel suo valore in relazione a altre potenziali valute di transazione.8

---

6 Le conseguenze dell'esclusione di questa ipotesi sono analizzate in Mayer (1986, pp. 5-10).
8 Solo i costi di trasmissione possono costituire un deterrente a detenere saldi transattivi in monete differenti da quelle che possono risultare necessari ai pagamenti.
consumano beni non commerciali e, con tutta probabilità, proporzioni diverse di beni oggetto di transazioni internazionali. Date le ampie
fluttuazioni dei prezzi relativi di beni commerciali e non commerciali, i
rendimenti reali di ciascuna particolare attività dipendono, in effetti, dal
punto di vista dell'investitore di volta in volta considerato (cfr. per es.
Stulz, 1985).

Per evitare gli inconvenienti dei due numeri precedentemente
utilizzati, nel presente studio viene scelta la moneta nazionale dell'inve-
stitore o del commerciante come numerario del portafoglio. Questa
scelta è considerata un numero plausibile. Rispetto a un
numerario non riconducibile alla moneta di un paese, questa scelta
presenta un vantaggio ed un vantaggio.

Il vantaggio consiste nel fatto che può applicarsi il modello di
determinazione del prezzo delle attività (capital asset pricing model) per
individuare la composizione ottimale del portafoglio entro l'insieme di
investimenti pochi. In base a questo approccio, il portafoglio ottimale delle attività
investimenti internazionali sarà quello indicato dal punto di
ottimale di investimenti internazionali, che è quello da rappresentare dell'insieme di
la linea retta (la linea del
mercato dei capitali) che passa per il punto che rappresenta l'attività
prima di rischio. Nel caso di investimenti internazionali, è ragionevole
investire in portafogli secondari come unicita attività priva di
rischio possibile, cioè tassi di rendita dei rischi. Tutti gli altri numeri potenziali includono gli
investimenti in portafogli secondari come immuni da rischio, rendendo pertan-
to impossibile individuare in modo non ambiguo la composizione
420-422).

La scelta della moneta nazionale come numerario comporta però
anche un inconveniente. Contrariamente al caso in cui venisse scelta una
valuta di investimento estero — o un paniere di queste valute — il
diagramma di investimento estero da determinarsi per un paese non sarà ora rappre-
sentativo della posizione delle valute estere in altri paesi e quindi nel
selettivo della posizione delle valute estere in altri paesi e quindi nel
mondo. Ne segue che tutti i paesi che forniscono un notevole contributo
agli investimenti internazionali devono essere considerati simultanea-
mente perché si abbia un quadro rappresentativo della composizione
monetaria del portafoglio ottimale. È quanto viene fatto nel nostro
studio che include nell'analisi una selezione di quindici paesi, cioè il
Gruppo dei Cinque, più dieci paesi dell'Europa Occidentale. Data la
posizione centrale dell'ECU nella presente analisi, è importante che la
scelta dei componenti del gruppo comprenda tutti i paesi partecipanti
all'accordo di cambio dello SMI.

Per ciascun paese sono stati calcolati i rendimenti effettivi degli
investimenti a tre mesi nelle valute comprese nel portafoglio internazio-
ionale, espressi in moneta nazionale e su base mensile. La scelta delle
valute incluse nel portafoglio è fatta dipendere dal tipo di stabilità di
pivot che si esamina. Nel caso globale sono distinti il dollaro USA, lo
yen giapponese, il mark tedesco, la sterlina britannica e l'ECU. Nel
caso di stabilità dei cambi all'interno dello SMI, i portafogli possono
consistere delle monete sopra menzionate, più il franco francese, la lira
italiana, il florin olandese e il franco belga. Nell'approccio globale non
sono permessi investimenti in queste ultime monete, perché si ritiene
che gli investitori le eviteranno a causa di restrizioni ai movimenti di
capitali o perché i mercati sono considerati di dimensione troppo esigue
o illiquidi.

I portafogli ottimali riguardano periodi consecutivi di due o tre
anni, caratterizzati da andamenti mutevoli del tasso di cambio del
dollaro. Nel primo periodo (ottobre 1976-settembre 1979), il dollaro
presenta una tendenza al ribasso, mentre nel terzo (ottobre 1981-
settembre 1984) è caratterizzato da una tendenza del dollaro al ribasso. Il
tessuto compreso fra questi due periodi è una sorta di fase di
transizione, con tendenze meno definite nei valori delle monete compre-
se nel portafoglio. Appunto a causa delle mutevoli tendenze dei cambi è
improbabile che le variazioni e covarianze dei tassi di rendimento siano
costanti durante l'intero periodo. Tuttavia la stabilità è una condi-
zione necessaria all'analisi del portafoglio; la suddivisione di detto
periodo in due fasi più brevi ha quindi anche il vantaggio di rendere
maggiore la probabilità di un andamento stabile.

Il rendimento effettivo comprende il tasso d'interesse dell'investi-
mento e il guadagno in conto capitale, cioè il guadagno in termini di
cambio, sull'attività in questione. Quest'ultima componente include
anche il guadagno di cambio sui proventi da interesse. Il rendimento
dell'ECU è stato calcolato, durante l'ultimo periodo in esame, come se
l'ECU avesse la composizione e il metodo di fissazione del saggio
d'interesse derivanti dalle più recenti disposizioni al riguardo (settem-
bre 1984 e luglio 1985).11

11 I tassi rappresentativi dei mercati monetari usati per il calcolo del tasso d'interesse degli
ECU sono: il tasso dei depositi interbanche a tre mesi in Belgio/Lussemburgo, Repubblica
Federales Tedesca e Paesi Bassi; il tasso interbancario a tre mesi in Irlanda; il tasso monetario...
Si ipotizza infine che gli investitori siano esenti da comportamenti speculativi nel senso di costituire posizioni debitorie nette in determinate monete — cioè una quota di portafoglio negativa, con l'obbligo di corrispondere interessi — al fine di poter costituire una posizione creditoria in un'altra attività. Su tale base, è stato impiegato un algoritmo quadrato di programmazione. Ove fosse stata introdotta la possibilità di detenere nel portafoglio quote di segno negativo, avremmo incontrato, all'estremo opposto, il problema di investitori in grado di investire quantità infinite nella moneta da essi preferita. Ai fini dei nostri calcoli ciò avrebbe reso inevitabile la scelta di un limite superiore fortemente arbitrario per questa somma. L'ipotesi relativa all'atteggiamento speculativo significativa che esprimiamo l'analisi empirica all'aspetto dell'investimento, trascurando invece l'aspetto dell'indebitamento.

4. I risultati: la prospettiva globale

La tabella 1 presenta i risultati dei calcoli relativi al portafoglio ottimale e costituisce il punto di partenza della nostra analisi della stabilità globale dei tassi di cambio e dell'influenza dell'ECU su di essa. Le voci orizzontali della tabella indicano le valute ammesse come monete d'investimento, mentre le valute che appaiono nelle voci orizzontali sono successivamente usate come numerario. Esse sono ripartite in tre categorie: anzitutto le monete dei cinque paesi minori partecipanti allo SME, quindi quelle di altri cinque piccoli paesi europei, ed infine le monete dei paesi del Gruppo dei Cinque.

Le ultime tre righe della tabella mostrano medie dei risultati presentati nelle righe precedenti. Nel calcolo di queste medie, è stato necessario applicare pesi corrispondenti all'importanza relativa, per i mercati finanziari mondiali, delle spese in investimenti esteri nei paesi interessati. È stato deciso di utilizzare pesi derivati dal prodotto interbancario a tre mesi su private paper in Francia, il tasso di mercato a tre mesi in Danimarca, il tasso dei depositi interbancari a tre mesi in Germania e l'interesse di mercato dei Treasury Bills a tre mesi nel Regno Unito. I tassi d'interesse a breve dei restanti paesi corrispondono ai rendimenti di analoghe forze d'intervento a tre mesi. Le caratteristiche dei portafogli sono state calcolate sulla base dei dati di mercato e dei dati di investimento a tre mesi. Fino al 1990 i dati includono i tassi di cambio GBP, i rendimenti degli investimenti e tesi. Fino al 1990 i dati includono i tassi di cambio GBP, i rendimenti degli investimenti e tesi.

nazionale lordo di ciascun paese nel 1983, espressi in dollari. A prima vista, sembrerebbe più naturale usare pesi basati sulla ricchezza finanziaria nazionale. Questi pesi hanno però l'inconveniente, in parecchi casi, di rispecchiare le diverse definizioni delle varie componenti adottate dai paesi in questione. Un altro problema è dato dal fatto che alcune parti della ricchezza non vengono misurate, il che riduce la validità delle stime. Tuttavia, in termini di impatto, è possibile rilevare anche ulteriormente l'utilità della ricchezza come indicatore. Vi sono anche differenze tra paesi e paesi in misura in cui la ricchezza nazionale è investita all'estero, ma in modo molto minore. Pertanto, è impossibile quantificare. Tuttavia questo inconveniente relativo all'impiego di pesi basati sulla ricchezza vale anche per i pesi basati sul prodotto nazionale lordo.

Nella tabella 1 i numeri fuori dalle parentesi indicano quote di monete ottenute mediante calcoli dai quali è escluso l'ECU. L'introduzione dell'ECU nel portafoglio può influire sulle quote calcolate originariamente. Questo effetto è stato individuato e presentato in parentesi dopo le quote calcolate inizialmente. Ciò significa, ad esempio, che la quota dei portafogli italiani, che ha una quota molto più elevata, potrebbe variare significativamente. Questa percentuale si sarebbe ridotta se le quote di marchi tedeschi, sterline e yen nella tabella 1 fossero state calcolate in modo di rendere la linea del mercato dei capitali privi di valore per gli investitori americani. L'interpretazione economica di questa situazione è che gli investitori preferiscono decisamente gli investimenti interni a quelli internazionali. Dal punto di vista USA, il portafoglio ottimale sarebbe quindi al 100% di dollari. Lo stesso risultato si ha per il portafoglio britannico nel primo periodo e per quello americano nel terzo.

Dalla tabella 1 sembra potersi desumere, inoltre, che nei paesi sottolineati allo SME l'ECU risulta attirante per fini d'investimento solo se non sono individuabili chiare tendenze in ascesa o in calo nei tassi di cambio. Il secondo periodo soddisfa questa condizione. Negli altri due periodi l'ECU giunge ad essere consistentemente assente nei portafogli dei paesi minori della M.U.R. Per gli altri paesi europei individuati, a partire dal Gruppo del Cinque, è il primo periodo quello più favorevole per l'ECU. L'ECU sembra risentire seriamente di un movimento in ascesa del dollaro che si manifesta nel terzo periodo. L'ECU tende invece a guadagnare in situazioni inizialmente caratterizzate da forti quote in marchi e sterline; l'introduzione dell'ECU come moneta di portafoglio gli permette di attrarre una notevole parte di queste quote. Comunque possono rilevarsi anche esempi in senso contrario, come mostrano il lira e lo scudo nel primo periodo. La tendenza generale descritta non sorprende. Ben il 47% del portafoglio ECU consiste di marchi e sterline, sicché l'ECU costituisce un sostituto molto prossimo a queste monete.

Dalla tabella 1 risulta una situazione costantemente dominante del marchio tedesco nel portafoglio degli investitori olandesi e austriaci. I portafogli giapponesi presentano caratteristiche di diversificazione: nel primo periodo vi sono solo le sterline, mentre nel secondo e terzo vi sono le quote di dollaro. Tutte queste caratteristiche di portafoglio tipiche dei singoli paesi rivelano come non sia possibile tracciare un quadro generale; i vari paesi presentano notevoli differenze nella loro composizione ottimale di portafoglio.

Pertanto, per avere un'idea dell'impatto delle variazioni nella tendenza del dollaro ed anche delle conseguenze dell'introduzione dell'ECU, dobbiamo valerci di medie della composizione di portafoglio per i singoli paesi. A tal fine sono state aggiunte le ultime tre righe della tabella 1. Nell'interpretarne i dati è importante tener presente che il tasso di cambio è un prezzo relativo fra due monete. Ciò significa che gli effetti di cambio derivano da variazioni divergenti nelle quote di portafoglio delle due monete interessate. Queste variazioni relative sono illustrate nella tabella 2.

Ad esempio, la prima cifra della tabella 2 (+77) indica che il passaggio dal primo al secondo periodo è associato con una domanda netta di dollari rispetto al marco nella missura di 77 punti percentuali del portafoglio internazionale complessivo dei quindici paesi considerati. Questa cifra risulta da un aumento di 72 punti percentuali della quota in dollari e da una riduzione di 5 punti percentuali della componente in marchi. Queste variazioni sono evidenziate nell'ultima riga della tabella 1.
di 77 punti percentuali nelle posizioni relative del dollaro e del marco rappresenta una variazione ex post. La variazione originaria ex ante ha provocato tensioni sui cambi e, in effetti, si sarà notata una successiva variazione di cambio a beneficio del dollaro. Quest'ultima variazione avrà certamente influito sulla posizione di portafoglio del dollaro rispetto al marco. Gli effetti reciproci degli aggiustamenti di portafoglio e delle variazioni di cambio hanno dato luogo alla variazione del 77% del portafoglio ottimale sopra menzionata.

Ove si introduca piena libertà per la domanda di attività denominate in ECU, questa influenzerà le divergenze nelle quote di portafoglio internazionale. Le conseguenze dirette, indicate dalle cifre in parentesi nella tabella 1 come variazioni delle quote precedentemente calcolate, sono illustrate nella tabella 2 alla riga "Inclusi ECU. Attualmente la possibilità di un ECU pienamente funzionante è ancora remota; non è possibile quindi per il momento osservare in pratica le conseguenze dirette dell'introduzione di un tale ECU sui tassi di cambio e assistere a un secondo round di aggiustamenti di portafoglio. Per tale motivo, le conseguenze dirette da noi considerate risulteranno solo in tensioni sui cambi piuttosto che in effettivi aggiustamenti del tasso di cambio nei periodi considerati.

Come si è detto nella Sezione 2, la domanda netta di ECU porta ad operazioni di copertura delle banche mediante la disaggregazione delle monete del paniere ECU e/o operazioni di arbitraggio fra ECU e le monete che lo compongono. Ne deriva una domanda netta di queste ultime parallelamente ad una domanda netta di ECU. Questa conseguenza indiretta dell'introduzione dell'ECU spiega la differenza fra la voce "inclusi ECU" e la voce corrispondente "idem con arbitraggi" della tabella 2. Dato che questa conseguenza indiretta è risultata essere una condotta realistica delle banche private, la voce che include i risultati di operazioni di copertura o di arbitraggio dovrà essere tenuta presente nell'analizzare gli effetti dell'ECU sulla stabilità dei cambi.

La parte superiore della tabella 2 mostra come con il passaggio dal primo al secondo periodo abbia avuto luogo la maggior parte delle ampie variazioni di portafoglio in direzione del dollaro che caratterizza l'intero periodo. Questa caratteristica della prima fase di transizione è attribuibile senza dubbio all'inversione di tendenza del dollaro, da moneta debole a moneta forte, intervenuta alla fine del primo periodo (nei confronti dello yen) e nel secondo periodo.

La prima voce della tabella 2, cioè la relazione marco-dollar nella fase di passaggio dal primo al secondo periodo, è interessante in quanto

La causa di ciò emerge nella terza parte della tabella 2, che tratta della voce “altri paesi”. Essa mostra che quando l’ECU non è ancora introdotto, il marco registra un aumento di tali proporzioni nella sua quota di portafoglio da superare quello del dollaro di 6 punti percentuali. L’introduzione dell’ECU impedisce questo evento; si ha quindi un aumento della quota in dollari superiore di 8 punti percentuali a quello del marco. La forte influenza dell’ECU è la causa principale della maggiore instabilità dei cambi sul livello del portafoglio complessivo di tutti i paesi considerati. La maggiore instabilità di cambio è permanente nella misura in cui può caratterizzare le fasi attorno ai punti di svolta inferiore nel caso di un dollaro “fuori linea”.

Un altro esempio dell’influenza negativa dell’ECU sulla stabilità dei cambi può essere osservato nel caso della relazione dollaro-yen nel passaggio dal secondo al terzo periodo. Risulta che l’ECU fa aumentare da 2 a 6 punti percentuali la crescita della quota in dollari relativamente a quella in yen. In questo caso, come mostra la tabella 2, è ora la condotta del Gruppo dei Cinque ad essere decisiva.

Tre rapporti fra monete che possono essere calcolati in maniera semplice e visibile possono essere calcolati facilmente e mostrano anch’essi un’influenza negativa dell’ECU sulla stabilità dei cambi. Questa tendenza si manifesta, relativamente al rapporto marco-yen, nel passaggio dal primo al secondo periodo: in assenza dell’ECU la quota del marco presenta un miglioramento relativo di 2 punti percentuali, mentre, se si include l’ECU nella gamma delle valute d’investimento, si ha un deterioramento relativo di 12 punti percentuali.

E tuttavia importante sottolineare come nei restanti nove dei dodici confronti di valute illustrati nella tabella 1, l’ECU svolga in effetti un ruolo stabilizzante sulle quote relative e quindi sui corrispondenti tassi di cambio. In particolare la stabilità del cambio dollaro-sterlina e dollaro-yen avrebbe beneficiato della presenza dell’ECU nel passaggio dal primo al secondo periodo. Le variazioni relative delle quote di portafoglio sarebbero state minori, di 18 e 13 punti percentuali rispettivamente. Ma le tre situazioni destabilizzanti invalidano la tesi secondo cui lo sviluppo dell’ECU sarebbe migliorato sensibilmente la stabilità dell’attuale mondo multipolare (Sarcinelli, 1985, p. 382; Micosi, 1985, p. 421).

Al fine di fare meglio luce sulla possibile causa di questa influenza destabilizzante esercitata dall’ECU, sono stati studiati più minuziosamente i risultati relativi ad un numerario, il fiorino olandese. Si è scelto questa moneta perché in tal caso l’introduzione dell’ECU ha effetti fortemente destabilizzanti sulla quota in marchi, come risulta dalla tabella 1. Quando l’ECU non è compreso nel ventaglio di attività, la quota in marchi nei portafogli a composizione ottimale oscilla fra 67 e 78, mentre con l’introduzione dell’ECU questa quota oscilla fra 14 e 74. L’esigua quota di 14 si ha nel secondo periodo, quando la quota in ECU è 87. Negli altri due periodi l’ECU non figura nel portafoglio ottimale. Questi andamenti conducono alle seguenti differenze nelle variazioni delle quote in dollari e in marchi del portafoglio olandese passando dal periodo 1 al periodo 2: escludendo l’ECU = -10; includendo l’ECU = +53; ideando con arbitraggio = +24. Il portafoglio olandese quindi incentiva fortemente l’instabilità del cambio dollaro-marco, risultato che sembra molto sorprendente in considerazione dello stretto legame del fiorino con il marco e della conseguente piccola varianza degli investimenti nel marco espressi in fiorini.

Per spiegare questo fenomeno, esaminiamo più da vicino le caratteristiche delle attività allorché il fiorino olandese costituisce il numerario. Una descrizione completa di queste caratteristiche può trovarsi nell’Appendice. Confrontando gli investimenti in marchi e in ECU, risulta che l’attività a più elevato rendimento medio è anche quella con il maggiore scarso quadratico medio, ad eccezione del periodo 2. Durante tale periodo infatti la “performance” dell’ECU è decisamente superiore a quella del marco, nel senso che sia la media, sia lo scarso quadratico medio degli ECU sono i più attiranti. Ciò si verifica perché durante detto periodo l’ECU profitta in modo ottimale della sua natura di paniere. Nel periodo 2, le sue componenti più importanti, il marco e la sterlina, mostrano una notevole correlazione negativa di −0,50. E questo il motivo fondamentale per cui lo scarso quadratico medio dell’ECU è molto basso, e per cui tale moneta è in grado di rilevare una parte così ingente della quota del marco durante quel periodo.

Sì potrebbe sostenere che l’analisi di cui sopra è stata limitata agli investimenti sul mercato monetario, mentre i movimenti di capitali privati fra obbligazioni denominate in valute diverse sono di solito,
molto più ampi di quelli relativi ai mercati dei capitali privati (Thygesen, 1985, p. 148). Ciò fa pensare che i potenziali effetti destabilizzanti di variazioni nei portafogli relativi al mercato dei capitali privati siano molto maggiori. Calcoli analoghi a quelli che hanno dato i risultati delle tabelle 1 e 2, relativi però agli investimenti a lungo termine, non confermano tali ipotesi e portano a conclusioni simili a quelle ottenute per gli investimenti sul mercato monetario.12 Date le differenze minime con i risultati della tabella 1, essi non sono presentati in questo studio. Da tali calcoli risulta che la differenza massima delle quote medie per paese della tabella 1 rispetto a quelle che emergono dalle medie degli investimenti a lungo termine è appena di 3 punti percentuali. Tuttavia la situazione di instabilità dolaro-marco sopra descritta, che emerge con l'introduzione dell'ECU, viene meno nel caso di investimenti a lungo termine. Invece l'instabilità delle relazioni dolaro-yen e marco-yen nella transizione dal secondo al terzo periodo descrive più sopra permangono anche nel caso di investimenti a lungo termine.

5. I risultati: la prospettiva europea

Nella tabella 3 viene analizzata l'introduzione dell'ECU in prospettiva europea. Vi si descrivono gli effetti dell'ECU sulla posizione relativa di otto, invece che di quattro, monete nazionali in portafogli privati a composizione ottimale. L'aumento delle valute di investimento significa che ora gli investitori sono in grado e disposti ad investire — oltre che nelle opzioni della tabella 1 — anche in attività denominate in quattro monete meno importanti in seno allo SME. Questa possibilità potrebbe essere il risultato di una liberalizzazione dei movimenti di capitali a breve nello SME. Il desiderio di detenere tali attività potrebbe spiegarsi con una maggiore liquidità di tali investimenti nei loro mercati relativamente poco voluminosi.

La tabella 3 fornisce valide prove del fatto che l'ECU non esercita quasi nessuna influenza sulle quote di queste monete nazionali. Solo uno dei 45 portafogli calcolati nella tabella 3 mostra di contenere ECU, una
volta ammessi gli investimenti in ECU; si tratta del portafoglio degli investitori tedeschi che nel secondo periodo optano per una quota in ECU dell’8%.

Questo risultato non è poi così sorprendente se si ricorda che, delle 8 monete d’investimento considerate, 6 fanno anche parte del paniere ECU. Complessivamente, esse contano quasi il 95% dell’ECU. È chiaro che in tale situazione l’ECU non amplia di molto il margine di manovra degli investitori internazionali. La scelta di strumenti d’investimento internazionali si amplia invece sostanzialmente per gli investitori tedeschi. Infatti essi non considerano il marco come uno strumento d’investimento internazionale; pertanto qualora scegliersero di detenere, in alternativa agli investimenti in ECU, solo valute nazionali nei loro portafogli, potrebbero riprodurre soltanto il 63% dell’ECU, cifra che si ottiene sottraendo dal 95% di cui sopra la componente in marchi del paniere ECU.

I risultati negativi per quanto riguarda l’ECU sembrano legittimare la conclusione che, in caso di liberalizzazione dei mercati monetari e di abolizione delle presenti restrizioni sui flussi internazionali di capitali a breve da parte dei paesi europei, le prospettive dell’ECU come strumento privato non sono molto rosee. Ciò a causa del mancato utilizzo del portafoglio privato sotto forma di ECU, che è appunto quello che è essenzialmente in uso al momento. Gli investitori avranno sempre la possibilità di valersi di una alternativa che consente loro di riprodurre quasi interamente l’ECU, e, per di più, con la libertà di variare la percentuale delle diverse monete, a differenza di quanto avviene nel sistema di pesi fissi che è alla base dell’ECU. Resta da vedere se il vantaggio potenziale che l’ECU offre a fronte di questo inconveniente, e cioè minori costi di transazione rispetto a quelli che si avrebbero nel caso di un unico sistema con pesi fissi, sarà sufficiente a compensare i risultati degli spostamenti della singola moneta, che sarà conforme all’ECU nel corso di una serie di transazioni. Fatto cosi, la quale è il caso di uno strumento che si è, in alcune delle monetali, che lo accompagnerà.

Confronto delle posizioni in ECU nelle tabelle 1 e 3 indica le importanti conseguenze di una liberalizzazione finanziaria nei paesi europei non appartenenti al Gruppo dell’Euro, a deterimento della monetale. Le quote in posizione di portafoglio di un ECU pienamente sviluppato. Le quote in posizione di portafoglio di un ECU pienamente sviluppato. Le quote in posizione di portafoglio di un ECU pienamente sviluppato. La quota del primo periodo è assimilata al franco francese (18%), lira (27%) e Franco belga (10%). Nel secondo periodo i francesi belgi (13%) sostituiscono gli ECU, mentre nel terzo la lira presenta una quota del 16% ai costi, fra l’altro, dell’ECU.

Un risultato degno di nota che emerge dalla tabella 3 è costituito dall’esistenza delle quote di marchi in marchi e in franchi rispetto alle altre monete dello SME; ciò vale per tutti e tre i periodi. Nonostante queste caratteristiche di portafoglio negative, in pratica il marco e il franco figurano in modo sostanzioso negli investimenti di portafoglio. È plausibile ritenere che le caratteristiche di portafoglio negativo competano di due monete considerate forti dal mercato emergono in presenza di un prezzo di rischio per gli investimenti nelle banche monetali deboli dello SME. Questo esempio centrale alle due monete forti di avere tassi d’interesse relativamente bassi: persino troppo bassi per essere pienamente compensati dai guadagni di cambio attesi sugli investimenti nelle due monete.13 L’analisi di portafoglio impiegata non permette di tenere conto dei premi di rischio.

L’esame congiunto delle tabelle 1 e 3 ci consente anche di analizzare le conseguenze delle fluttuazioni del dollaro sulle tensioni all’interno dello SME. Giavazzi e Giovannini (1985, p. 79) e Franke (1985, p. 112) notano una regularità empirica secondo la quale, quando il dollaro è forte, il marco tenderebbe a indebolirsi nei confronti delle altre monete dello SME e, viceversa. La tabella 3 non conferma affatto questa evidenza del marco nei tre casi del franco francese, della lira e del franco belga. La quota ottimale di queste tre monete si confronterà passando dal primo al terzo periodo — cioè da una fase di dollaro debole a una di dollaro forte — mentre la quota dal marco rimane praticamente costante. Il conseguente impacto sui tassi di cambio sarebbe luogo ad un più forte marco nello SME insieme con un dollaro più forte e vivo globale.14

La tabella 1 sembra fornire una spiegazione plausibile a questo enigma. Da essa risulta che la quota del marco cresce col passaggio dal primo al terzo periodo (ed escludendo l’EUA). L’assenza di franci e lire nel gruppo di monete d’investimento è il risultato di severe restrizioni agli investimenti internazionali in queste monete. Di conseguenza, le loro quote non dipendono dalla forza del dollaro. In tal caso, la quota crescente del marco indebolisce la posizione del marco nei...

6. Considerazioni finali

La creazione di mercati ben sviluppati per operazioni di deposito e di credito in ECU parallelamente ai mercati interni tradizionali e il potenziamento degli ECU dovuti all’EPU e al movimento intra-SME dei depositi velocità nella creazione di ECU e dei movimenti intra-SME dei depositi negli ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ridurre i margini delle politiche monetarie in ECU. Esse possono ris...
l'opinione che quella regolarità dipende, piuttosto che dalle caratteristiche d'investimento delle varie monete, dalle differenze nella mobilità dei capitali nei vari paesi o nella liquidità dei mercati monetari. 18

HENK JAGER - ELEKE DE JONG

APPENDICE

CARATTERISTICHE DELLE ATTIVITÀ IL FIORINO OLANDESE COME NUMERARIO

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Marco di comparazione</th>
<th>Banconote rotonde</th>
<th>Banconote quadrate</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>DM</td>
<td>£</td>
<td>D</td>
</tr>
<tr>
<td>Periodo 1: 1976 (IV) - 1979 (III)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Marco tedesco</td>
<td>1.0</td>
<td>1.0</td>
<td>1.0</td>
</tr>
<tr>
<td>Sterlina britannica</td>
<td>0.8</td>
<td>0.8</td>
<td>0.8</td>
</tr>
<tr>
<td>Dollaro USA</td>
<td>0.6</td>
<td>0.6</td>
<td>0.6</td>
</tr>
<tr>
<td>Yen</td>
<td>0.5</td>
<td>0.5</td>
<td>0.5</td>
</tr>
<tr>
<td>Ecu</td>
<td>0.4</td>
<td>0.4</td>
<td>0.4</td>
</tr>
</tbody>
</table>

Periodo 2: 1979 (IV) - 1981 (III)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>Marco tedesco</th>
<th>Sterlina britannica</th>
<th>Dollaro USA</th>
<th>Yen</th>
<th>Ecu</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>1.0</td>
<td>0.8</td>
<td>0.6</td>
<td>0.5</td>
<td>0.4</td>
</tr>
<tr>
<td>Periodo 3: 1981 (IV) - 1984 (III)</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Marco tedesco</td>
<td>Sterlina britannica</td>
<td>Dollaro USA</td>
<td>Yen</td>
<td>Ecu</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1.0</td>
<td>0.8</td>
<td>0.6</td>
<td>0.5</td>
<td>0.4</td>
</tr>
</tbody>
</table>

18 Un'altra serie di spiegazioni plausibili delle tensioni che le oscillazioni del dollaro provocano all'interno degli accordi di cambio dello SME trascende le presenti analisi. Queste spiegazioni fanno riferimento alle diverse politiche nazionali in Europa (cfr. MELTZ, 1980) e all'annessione delle divergenze nell'econometria delle economie nazionali dei paesi europei cui danno luogo le oscillazioni del dollaro (MCCAIN, 1985, p. 420) e a una diversa dimensione dell'inflazione e dei salari nei paesi SME (GIANNAZZI e GIOVANNINI, 1985, p. 465).