

Introduzione alla Tavola Rotonda

IL RAPPORTO FRA SME E DOLLARO

di Piercarlo Padoan

Jonhs Hopkins University  
Banca Popolare di Bologna e Ferrara

Bologna, 16 novembre 1984

IAI2484

VIETATO RIPRODURRE SENZA AUTORIZZAZIONE

LO-SME E IL-DOLLARO

Se li si esaminano con gli occhi dello studioso i (quasi) sei anni di vita dello SME costituiscono un'esperienza estremamente interessante e in grado di stimolare, come è infatti accaduto, contributi di analisi empirica così come di teoria.

Nelle pagine che seguono mi propongo di considerare, assai sommariamente, i problemi che sono stati sollevati dal funzionamento dello SME fino ad oggi e di ricordare come questi siano stati affrontati nelle analisi degli economisti senza alcuna pretesa nè di fornire una rassegna completa del dibattito nè tanto meno di presentare una valutazione dettagliata degli eventi.

1. I-fatti stilizzati.

I modi in cui è possibile suddividere un periodo storico sono, quasi sempre, più di uno. La tripartizione che propongo mi è parsa utile per evidenziare alcune delle caratteristiche più rilevanti del funzionamento degli accordi monetari europei e dei problemi che sono posti alla sua stabilità.

Dal momento della sua nascita (marzo 1979) lo SME ha attraversato una fase di "tensioni esterne" che possiamo estendere fino alla fine del 1981, una fase di "tensioni interne", che si conclude con l'ultimo riallineamento del marzo 1983, e una fase di "tranquillità" che dura tutt'ora e che ha visto, tra l'altro, la ridefinizione del paniere Ecu e l'introduzione in esso della dracma.

E' possibile scandire il comportamento dello SME nei primi tre anni -cioè nella fase della "tensioni esterne"- in base a quello del dollaro. Nel primo anno di vita degli accordi si possono distinguere tre periodi (v. per una descrizione di questo periodo Masera 1981). La prima fase, dal marzo al maggio 1979, vede un forte apprezzamento della valuta americana nei confronti di quella tedesca, il che comporta, tra l'altro, un apprezzamento delle monete considerate "deboli", la lira italiana e il franco francese. Alla fine del periodo in questione la Bundesbank è costretta ad intervenire a sostegno del DM vendendo dollari allo scopo di non appesantire il costo delle importazioni. Il secondo periodo, dal maggio 1979 al gennaio 1980, è segnato dal forte indebolimento del dollaro e un rafforzamento del DM, ciò conduce alle due

svalutazioni della corona danese nel 24 settembre e del 29 novembre 1979 (v. tab. 1). Il terzo periodo segue gli effetti dei provvedimenti a sostegno del dollaro delle autorità di Washington della fine del 1979 e la svolta operata con Volcker nella politica della Fed, ed è caratterizzato da un nuovo rafforzamento della moneta americana a sfavore di quella tedesca. La relativa tranquillità all'interno dello SME è ottenuta grazie a un innalzamento dei tassi di interesse volto a stabilizzare i movimenti di capitale a breve termine.

In questo periodo il marco tedesco ricopre il ruolo di moneta "debole" nello SME e ciò, secondo molti osservatori, ha contribuito a mantenere la stabilità degli accordi monetari. Il rafforzamento del dollaro prosegue per tutto il 1980 e la prima metà del 1981.

All'inizio del febbraio del 1981 il marco si trovava al limite inferiore di oscillazione rispetto al franco francese nella griglia di cambi bilaterali. Ciò porta a misure restrittive da parte della Bundesbank che danno vita a una nuova fase di rafforzamento della moneta tedesca mentre, in presenza di una relativa stabilità del dollaro, le restanti monete dello SME si indeboliscono. Nel marzo del 1981 la grave situazione della lira italiana porta, a oltre un anno dell'ultima variazione di parità, a una sua svalutazione all'interno degli accordi monetari.

Le tensioni tra marco e dollaro si ripercuotono anche verso tutte le altre monete dello SME. Nell'ottobre del 1981 si giunge così a un nuovo e più complesso round di riallineamenti.

Ma la ripresa del dollaro e la ritrovata forza del marco portano solo poco tempo dopo (nel febbraio del 1982) a una ulteriore variazione della parità delle monete in quel momento più deboli, franco belga e la corona danese.

Le ultime due crisi dello SME quella del giugno, ma soprattutto quella del marzo 1983, caratterizzano la seconda fase, quella delle "tensioni interne", nella vita degli accordi. Il primo riallineamento ha comportato una consistente svalutazione del franco francese, in parte seguito dalla lira italiana, e una rivalutazione del marco e del fiorino olandese.

Il 21 marzo 1983 invece, dopo una trattativa assai difficile, e che per qualche momento sembrava dover portare all'uscita della Francia dagli accordi, tutte le monete dello SME hanno subito un riallineamento, che prevedeva la rivalutazione del marco (+5,5%), del fiorino olandese (+3,5%), della corona danese (+2,5%), del franco belga e di quello lussemburghese (+1,5%) e la svalutazione di franco francese e lira (-2,5%) e della sterlina irlandese (-3,5%).

La causa immediata di questi movimenti va ricercata, in presenza di un movimento del dollaro in crescita tendenzialmente stabile, nell'indebolimento della posizione esterna della Francia, determinato dalle sue scelte espansive "in un solo paese" in un contesto in cui l'economia tedesca manteneva ferma la sua scelta restrittiva.

L'ultimo periodo di vita dello SME, iniziato con la ricomposizione sia pur parziale e temporanea del maggior conflitto interno dal momento della sua nascita, si è rivelato anche quello apparentemente meno tormentato. La causa di questa relativa stabilità va ricercata nel permanere di una situazione di forza del dollaro sui mercati internazionali. L'andamento della valuta americana si è riflesso in un indebolimento del marco tedesco e ciò ha contribuito fortemente ad allentare le tensioni all'interno degli accordi.

#### La piramide dollaro-marco-SME.

L'elemento che pare dominare le vicende dello SME è la preminenza del ruolo del marco all'interno degli accordi, a sua volta collegato al rapporto tra marco e dollaro nelle relazioni monetarie internazionali. Questa preminenza sembrerebbe quasi avere generato una "legge" relativa al funzionamento degli accordi: quando il dollaro si indebolisce i movimenti di fondi si dirigono verso la moneta tedesca facendone crescere la quotazione nei confronti delle altre monete dello SME e provocando così delle tensioni che, soprattutto se associate a squilibri di carattere interno, possono portare a variazioni di parità. Viceversa, nei periodi di forza del dollaro, i movimenti di fondi in uscita del marco lo indeboliscono e vengono così allentate le tensioni all'interno degli accordi. (A questa piramide principale se ne dovrebbe aggiungere un'altra che coinvolge la sterlina irlandese e i suoi rapporti con la moneta inglese. Nella misura in cui la appartenenza allo SME provoca una rivalutazione della prima sulla seconda la competitività dell'Irlanda nei confronti della Gran Bretagna viene danneggiata. Poiché il mercato inglese è di vitale importanza per l'economia dell'Eire questa situazione diventa alla lunga insostenibile e richiede una svalutazione della sterlina irlandese. Ne segue che una fase di debolezza della moneta inglese può rappresentare una ulteriore minaccia alla stabilità degli accordi di cambio.)

L'esistenza di questa asimmetria e della "legge" che su di essa vi poggia è stata recentemente messa in discussione (Giavazzi e Giovannini 1984) sulla base del modello di portafoglio. Se effettivamente la variazione del rapporto tra marco e dollaro comporta una riallocazione dei portafogli internazionali nel senso descritto si dovrebbe osservare che le attività denominate in valute SME diverse dal marco presentano un grado di sostituibilità rispetto alle attività denominate in dollari più elevato rispetto alle attività denominate in marchi. L'evidenza empirica riportata dagli autori non conferma questa assunzione, ciononostante siamo del parere che la saggezza convenzionale che sta dietro la "piramide valutaria" contenga una buona parte di verità. La saggezza convenzionale implica infatti che la forza di attrazione relativa di una moneta non si presti ad essere racchiusa completamente dalle variabili contemplate dal modello di portafoglio.

Come anche le vicende del dollaro sembrano indicare altri elementi, spesso non quantificabili con precisione entrano in gioco: la valutazione sulle aspettative di crescita, la credibilità della politica economica, la propensione all'inflazione e non ultimo il grado di stabilità politica e sociale.

Un rapporto privilegiato tra marco e dollaro nelle relazioni monetarie internazionali era emerso del resto già verso la fine degli anni '60, prima della crisi del sistema di Bretton Woods (Brown 1979) e con la fine di questo sistema e la proliferazione di un assetto plurivalutario la moneta tedesca ha ben presto raggiunto la posizione di seconda valuta di riserva internazionale (anche se a grande distanza dal dollaro (v. Kruse 1981 e Izzo 1982), e denominatore di attività negli euromercati.

Ma le ragioni della "piramide" possono essere ricercate anche in motivazioni diverse da quelle finanziarie. Va infatti ricordato il ruolo dominante che l'economia tedesca ricopre all'interno della Comunità europea (Izzo 1978). La sua capacità (se non la sua volontà) di fungere da locomotiva della crescita è superiore a quella di ogni altro paese europeo. Tale capacità è tanto più rilevante quando non viene esercitata e si trasforma così in un freno per l'espansione delle altre economie europee, come ci ricorda l'esperienza del secondo periodo di vita dello SME. Ragioni simili facevano affermare a studiosi dell'economia politica internazionale (Hirsch e Doyle 1977) che a partire dagli anni '70 il ruolo ricoperto dalla Germania era quello di un paese di "primo livello", rispetto a quello di altri paesi industrializzati, Italia compresa.

Queste considerazioni permettono di mantenere l'ipotesi che l'economia e la politica economica tedesca rappresentano l'elemento cardine del funzionamento degli accordi monetari. (Ipotesi esplicitamente incorporata in più di uno studio sullo SME - V. Basevi e Calzolari, 1982; Basevi Calzolari, Colombo 1983 ; Martinengo e Padoan 1982, 1983).

Sorge allora il problema di quali siano i criteri che sorreggono le linee di condotta seguite dalle autorità tedesche.

L'ipotesi assunta nei lavori citati, e che riflette una convinzione diffusa è che nella definizione di questa politica assuma un peso centrale l'andamento del cambio marco/dollaro.

La legge istitutiva della Bundesbank (1957) assegna al controllo dell'inflazione il ruolo di obiettivo prioritario della politica monetaria. Mentre spetta al governo federale la responsabilità per le decisioni relative agli accordi finanziari internazionali come, ad esempio, quando si rendono necessarie variazioni di parità all'interno dello SME. (La separazione delle responsabilità può portare anche a conflitti di tipo politico-economico nella gestione della politica monetaria come viene discusso da Frey e Schneider 1981)

Recenti analisi empiriche (Coes 1983, Willms 1983) confermano la priorità assegnata alla lotta all'inflazione nelle determinanti della politica monetaria tedesca. In questi casi una politica di intervento sul mercato dei cambi del tipo "against the wind" può contribuire a contenere l'inflazione importata compatibilmente con la difesa della competitività.

Accanto a questi obiettivi va aggiunto quello della riduzione del "disordine" sui mercati valutari (Neumann 1984) se si assume un'ipotesi -plausibile- di avversione al rischio da parte della Bundesbank. Appare confermato (Branson 1982) che, a differenza della politica perseguita dal Federal Reserve, che, per così dire, affida al tasso di cambio il ruolo di variabile di aggiustamento sulla quale far precipitare gli effetti del perseguimento di obiettivi interni, la politica monetaria tedesca "reagisce" ai movimenti del tasso di cambio del marco nei confronti del dollaro in funzione dei propri obiettivi interni.

Con l'attivazione dello SME la libertà di manovra della politica della Bundesbank si è in parte affievolita (Basevi, Calzolari, Colombo 1983, Neumann 1984) per tener conto degli obblighi istituzionali imposti dai nuovi accordi. Ciò non sembra però avere alterato l'attenzione

prioritaria ai rapporti monetari e finanziari nei confronti del dollaro nella determinazione degli obiettivi esterni. Anche nella analisi della condotta della politica monetaria sembra essere quindi non respinta l'ipotesi della "piramide". Le autorità monetarie tedesche fissano un obiettivo nei confronti del dollaro e, seppure con qualche difficoltà (derivante ad esempio in Basevi, Calzolari, Colombo 1983 dal fatto che anche altri membri meno "lealisti" dello SME come Italia e Francia perseguono una propria politica di intervento nei confronti della moneta americana) determinano il quadro di riferimento per le politiche monetarie dei restanti membri nello SME.

Un deciso avversario della costituzione del Sistema Monetario Europeo (Vanubel 1980) era arrivato a ipotizzare che l'insofferenza della Bundesbank nei confronti dei nuovi e più indisciplinati partners monetari (Francia e Italia) avrebbe portato ad assumere un atteggiamento "punitivo" nei confronti di questi. Tale punizione sarebbe scattata ogni qual volta la Bundesbank fosse stata costretta a intervenire per sostenerne le altre valute sui mercati dei cambi separare e sarebbe consistita in una sovracompensazione degli effetti sulla base monetaria di tale intervento.

Recenti analisi della politica di intervento tedesca (Neumann 1984) non confermano questa ipotesi di severità esterna ma riaffermano l'ipotesi più moderata che le autorità tedesche hanno cercato di difendere la propria autonomia sterilizzando almeno in parte i propri interventi all'interno dello SME. Con questa linea di condotta la Banca centrale tedesca avrebbe così effettuato una pressione sugli altri membri dello SME in prossimità di riallineamenti di parità (sui quali, come detto, la Bundesbank non è -formalmente- in grado di intervenire).

Possiamo trarre dalle ipotesi della piramide valutaria una prima conclusione. Posto che il dollaro continua a fungere da n-sima valuta del sistema internazionale, la posizione che il marco, reagendo al dollaro, assume nei confronti delle restanti monete dello SME, è quella di "n-sima valuta al contrario" cioè la valuta al cui andamento si devono adeguare le restanti.

Questa conclusione, non è altro che una diversa formulazione del problema della compatibilità tra le politiche economiche dei paesi membri. Su questo punto torneremo, prima è utile soffermarsi brevemente su un altro punto rilevante, quello relativo alle determinanti dei tassi di cambio.

Le-determinanti-dei-tassi-di-cambio.

In regime di fluttuazione manovrata, si sostiene, non è possibile mantenere il tasso di cambio per troppo tempo fuori equilibrio, cioè fargli assumere un valore diverso da quello coerente con l'andamento dei "fundamentals". La gran parte degli studi empirici sulle funzioni di reazione sui mercati valutari assume che le autorità monetarie, tengano conto, pur nel caso di politiche "controvento", di queste forze di fondo, assumano cioè come punto di riferimento un qualche modello di determinazione del tasso di cambio di equilibrio.

Questo vale sia un assenza di accordi monetari, come nel caso del tasso di cambio nei confronti del dollaro, sia in presenza di accordi, come nel caso dello SME. In questo secondo caso, infatti, è necessario che le grandezze che determinano il cambio assumano valori compatibili con il rispetto degli accordi, di conseguenza la condotta della politica macroeconomica di un paese dovrà incorporare una teoria del tasso di cambio di equilibrio.

Oltre dieci anni di fluttuazione hanno fortemente incrementato la produzione di modelli teorici di determinazione dei tassi di cambio e sufficiente evidenza per poterli sottoporre a verifica.

Le più recenti analisi empiriche (Meese e Rogoff 1981, Shaffer e Loopesko 1983) hanno però mostrato come nessuna delle teorie più diffuse -dalla "purchasing power parity" nelle sue diverse versioni, alla "interest rate parity", all'"asset market model"-, possa evitare di essere respinta dal confronto con i dati. Quando poi modelli alternativi sono utilizzati per fornire previsioni fuori campione (Meese e Rogoff 1983) si scopre che nessuno di questi fornisce risultati migliori di un modello a "passeggiata casuale".

Oltre a questi tipi di problemi, che investono tutti i principali modelli di determinazione dei tassi di cambio, recenti indagini empiriche consentono di sollevare dubbi sulla validità del più diffuso e popolare dei modelli in questione, quello basato sull'asset market approach. Come è noto un'ipotesi centrale di questo approccio è che i mercati finanziari in aggiustino molto più rapidamente dei mercati reali; di conseguenza nel breve periodo l'andamento del cambio sarà dominato da quello delle variabili finanziarie, mentre, nel lungo periodo ritornerà a valere la condizione di equilibrio della parità dei poteri d'acquisto.

Recenti stime di modelli strutturali in tempo continuo, che permettono di ottenere valori puntuali delle velocità di aggiustamento dei diversi mercati (v. Jonson e

Trevor 1981, Knight e Wymer 1978, Horne 1983, Gandolfo e Padoan 1984a e 1984b, Sassanpour e Sheen 1984) mostrano che, in generale, i mercati delle attività finanziarie si aggiustano con molto minore velocità dei mercati reali. Ne segue che la gerarchia nelle forze che determinano il tasso di cambio assunta dall'asset market approach non può essere assunta a priori. Se questo è lo stato della teoria le implicazioni per una politica dei tassi di cambio non sono molto confortanti. Nelle parole di uno studioso "Because we cannot model the 'long-run' equilibrium exchange rate it is not possible to test whether the monetary authorities intervene in order to smooth out deviations from that rate" (Fieleke 1983 p. 225).

In altri termini le teorie esistenti di determinazione dei tassi di cambio non possono essere assunte come una guida sicura per la politica del cambio, sia nei casi di presenza che in quello di assenza di accordi monetari. Il fatto che le stime delle funzioni di comportamento delle autorità monetarie non sempre siano soddisfacenti suggerisce che queste hanno seguito criteri a volte diversi da quelli incorporati nelle teorie esistenti.

Di fronte a questo stato della conoscenza sembra opportuno raccogliere il suggerimento dell'approccio "classico" alla determinazione del tasso di cambio, recentemente ripreso da Kouri (Kouri 1983). Il tasso di cambio è il prezzo della valuta estera ed è perciò determinato, sul suo mercato, dalla domanda e dall'offerta della medesima. Resta da stabilire naturalmente da che cosa siano determinate domanda e offerta di valuta. In linea di principio queste dipendono dal comportamento dell'intero sistema economico, in tanto in quanto esso genera struttura ed evoluzione delle varie componenti della bilancia dei pagamenti. Ciò implica, che non è più possibile addossare con precisione a questa o quella variabile il ruolo di "fundamental" da tenere sotto controllo allo scopo di difendere il cambio. Una politica di difesa della parità richiede invece che la politica economica nel suo complesso tenga conto di questo obiettivo accentuando l'uso e l'intensità degli strumenti a disposizione in base alle necessità. Questo può far storcere la bocca ai sostenitori delle regole e avversari della discrezionalità, ma le regole - e in questo caso si tratterebbe di regole che coinvolgono l'intera politica economica - sono utili ed efficaci quando sono dichiarate esplicitamente, quando hanno fondamenti teorici "ragionevoli" e soprattutto quando sono universalmente accettate, cioè quando "il gioco" è uguale per tutti.

In mancanza di tali regole (o di un accordo generale su queste) pare più utile seguire un atteggiamento pragmatico: poichè l'adesione agli accordi di cambio pone vincoli generali alla politica economica e occorre chiedersi, se tali vincoli impongono costi superiori o inferiori ai benefici di partecipazione agli accordi medesimi.

### Perchè stare nello SME?

Valutando i primi due-tre anni di esperienza (il periodo delle "tensioni esterne" degli accordi) molti osservatori notavano come lo SME stesse rapidamente scivolando, data la frequenza delle variazioni di parità, vero un sistema di "crawling peg". Con i riallineamenti della fase successiva gli accordi monetari sono sembrati assumere invece la caratteristica di un sistema di "adjustable peg" nella sua forma peggiore nella misura in cui si rendeva manifesta la direzione, oltre che la inevitabilità, dei riallineamenti a speculatori occasionali e non. Da quel momento, con la contemporanea scomparsa di tensioni esterne e interne, lo SME potrebbe apparire quasi un sistema di tipo "Bretton Woods regionale" per il relativamente lungo periodo di tranquillità. Quale di queste tre immagini sia quella che ha maggiori probabilità di affermarsi nel futuro è naturalmente la domanda chiave. Tentare di rispondere è perciò assai difficile. Quello che si può suggerire è di cercare di valutare, di passaggio e superficialmente, costi e benefici di questi accordi. La domanda chiave allora si può tradurre in una sua quasi-equivalente: perchè stare nello SME?

L'esistenza di una piramide valutaria, di una gerarchia tra i paesi, rende diversa la risposta a questa domanda a seconda del paese che se la pone. Diverse dimensioni, diverse caratteristiche strutturali e diverse preferenze delle autorità di politica economica hanno infatti reso, in passato, assai difficile il cammino degli accordi fino a fare sfiorare, in occasione degli ultimi riallineamenti (marzo 1983) una crisi irreversibile.

L'esperienza di questi riallineamenti, che con i precedenti, caratterizzano quello che abbiamo chiamato delle "tensioni interne", ha messo in evidenza una delle caratteristiche di funzionamento degli attuali accordi che rivestono particolare rilevanza.

Non esiste, alcuna regola automatica che permetta di stabilire l'ammontare di variazione delle parità centrali della moneta dello SME quando queste si rendono necessarie.

Questo ammontare, di conseguenza, è lasciato alla contrattazione e ciò comporta che la conflittualità tra gli stati membri, che è in parte neutralizzata nei periodi che intercorrono tra due riallineamenti, raggiunge livelli assai elevati in occasione di questi ultimi. La conflittualità è inoltre drammatizzata dalla inesistenza di accordi espliciti sulle politiche monetarie ed economiche.

Se un accordo, sia pure tacito, non si raggiunge e se -come è avvenuto nel periodo delle "tensioni interne"- la politica economica interna di uno o più paesi assume un corso opposto (o "deviante") rispetto alla politica economica dell'economia dominante (malgrado i tentativi delle autorità monetarie di questa di inibire un comportamento "indisciplinato" v. Neumann 1984) i riallineamenti di parità assumono il significato di negoziati indiretti sulle politiche economiche nazionali. L'assenza di accordi ex-ante sulle politiche economiche non può non riproporre allora, ex-post, la questione dell'n-simo paese all'interno degli accordi il cui ruolo, come si è detto è ricoperto "al contrario" dall'economia tedesca.

L'esistenza di una piramide valutaria implica dunque che quando si manifestano squilibri insostenibili gli altri n-1 membri dello SME aggiustino il proprio equilibrio valutario, e perciò la propria politica economica al comportamento dell'n-simo.

L'esistenza di una piramide valutaria ha così' aggiunto ai tradizionali costi di adesione a un accordo di cambio, riassumibili nella perdita di gradi di libertà nella politica economica, quello di dover accettare scelte imposta non da un generico "mercato mondiale" ma dal paese più forte. L'aspetto negativo di questa situazione va ricercato, oltre che in una distribuzione "oggettivamente" asimmetrica dei costi, comunque da verificare, anche in un elemento "soggettivo": la diversa percezione dei benefici netti che ciascuno stato membro ha della propria appartenenza allo SME.

Benefici netti d'altra parte lo SME ne ha offerti ai suoi membri se ha resistito fino ad oggi. Quello che viene additato come il beneficio maggiore è l'avere costituito un'area di relativa stabilità in un periodo che ha conosciuto mutamenti del quadro internazionale, spesso drammatici e quasi sempre tali da disilludere chi, di volta in volta, vedeva superata la crisi del mondo post Bretton Woods: il cambiamento di indirizzo nella politica monetaria Usa e l'inizio della svolta nel corso del dollaro, il secondo shock petrolifero, il rafforzamento del dollaro e

il drenaggio di capitali dal resto del mondo, il drammatizzarsi della crisi del debito e l'accento a volte insistente a fenomeni di panico finanziario, oltre alle già ricordate tensioni interne, le divergenze di politica economica tra i due principali membri degli accordi e, dobbiamo aggiungerla, la crisi delle istituzioni comunitarie, che sembrava precipitare al vertice di Atene, la quale non può non influire sull'atteggiamento dei responsabili delle politiche europee nei confronti dei propri partners.

Non siamo in grado di formulare previsioni sull'emergere nel futuro prossimo di tensioni esterne e interne, nè sulla loro intensità, nè sugli effetti che queste potranno esercitare sui benefici netti futuri. Possiamo però utilizzare quanto ci offre l'analisi economica per chiederci su quali basi poggia la solidarietà di fondo di un accordo come quello dello SME.

Un punto di partenza obbligato è costituito dalla teoria "classica" delle aree valutarie ottime sviluppatasi negli anni '50 e '60 che elencava i criteri che consigliavano come opportuna la costituzione di un'area valutaria. Questi criteri (mobilità dei fattori, grado di apertura, integrazione dei mercati) si possono considerare in gran parte verificati nel caso dello SME grazie al processo di integrazione avviato dalla costituzione della Comunità Europea. Essi però rappresentano unicamente le condizioni necessarie, le basi oggettive su cui deve poggiare la decisione politica di mantenere in vita gli accordi monetari.

Un'interpretazione monetarista (Vaubel 1978) sostiene che tutte le condizioni, di tipo strutturale, richieste dalla teoria classica delle aree valutarie sono riconducibili all'uniformità dei tassi di inflazione, che finiscono così per assumere il ruolo di "fundamental" numero uno da cui far dipendere il successo di un'area valutaria.

Citiamo questa posizione non tanto per riproporre la questione, ricordata sopra, della difficoltà di individuare con precisione i fundamentals nella determinazione dei tassi di cambio, quanto per ricordare come essa si trasformi (Vaubel 1977b, 1979b, Salin 1979) in una posizione "monetarista estrema", che -riprendendo le idee di Van Hayek (1976) sulla necessità di abolire il monopolio statale nella creazione di moneta e stimolare la massima concorrenza anche per quel che riguarda la produzione di questo bene peculiare- sostiene la dannosità di accordi monetari quando questi impongano a economie (e banche centrali) più disciplinate nel controllo della moneta e

dell'inflazione di accettare i costi inflazionistici di un legame con economie più "allegre" nella propria politica monetaria.

Questo argomento, in altre parole, mostra come anche dal punto di vista del paese al vertice della piramide monetaria europea, lo SME possa costituire un onere alla lunga insopportabile (Vaubel 1980b). Purtroppo i sostenitori di questa tesi, preoccupati che l'adesione dello SME costringa la Germania a importare inflazione degli altri paesi europei, non spiegano perchè questa non solo abbia accettato, ma abbia attivamente sostenuto la costituzione degli accordi monetari europei alla fine del decennio trascorso.

L'idea che un accordo monetario sia desiderabile come protezione contro l'instabilità esterna è al centro di un filone di ricerca affermatosi negli ultimi anni (ricordiamo tra gli altri i contributi di Persson 1980, Marston 1982, Canzoneri 1982, Melitz 1984) che si serve di modelli a tre paesi dei quali due formano tra loro un accordo monetario. Si dimostra che un accordo di cambiopermette alle economie che lo mettono in atto di aumentare l'isolamento rispetto al caso di fluttuazione generalizzata (ricordando una volta di più quanto sia insostenibile la ancora diffusa opinione che la flessibilità del cambio aumenta l'isolamento delle economie degli shocks esterni).

Questo nuovo approccio, che non a caso è emerso a seguito della costituzione dello SME, integra i risultati della teoria classica delle aree valutarie con i problemi posti dall'interdipendenza delle politiche e ha il merito di riconoscere l'importanza del ruolo dei paesi terzi nel determinare il comportamento di un'area valutaria (su questo v. anche Martinengo e Padoan 1982, 1983). Malgrado questo filone di ricerca appaia promettente i risultati finora ottenuti non permettono di trarre conclusioni definitive. La desiderabilità di un'unione monetaria varia, infatti, al variare del tipo di shock -finanziario o reale- generato dal resto del mondo e al variare del tipo di integrazione prevalente -reale o finanziaria- tra i paesi.

Il Sistema Monetario Europeo, è utile ricordarlo, nasce come un allargamento (e con qualche defezione) del vecchio serpente europeo. Si tratta di un allargamento qualitativo prima ancora che quantitativo in quanto aggiunge ai paesi "lealisti" verso il marco paesi meno ossequiosi verso la politica monetaria tedesca. Questo implica, come già si è detto, una diversità delle funzioni di preferenza dei policy-makers per quel che riguarda l'attaccamento agli accordi.

Per i paesi lealisti si può sostenere che la partecipazione allo SME, come in fondo quella al serpente, sia giustificata dalla cosiddetta "Strong Currency Option" (Thygesen 1979, Moon 1982) e cioè da un legame con una moneta, e un'economia dal peso significativamente maggiore della propria e alla quale l'economia più piccola è legata, oltre che da vincoli monetari, finanziari e reali anche da considerazioni di carattere politico (secondo uno schema in base al quale, pur nella diversità delle situazioni molti paesi in via di sviluppo legano la propria moneta al dollaro o a qualche altra valuta dominante).

Da questo punto di vista il problema della desiderabilità del Sistema Monetario Europeo come fonte di stabilità monetaria può essere analizzato ricorrendo alla teoria delle scelte pubbliche o della "political economy" applicata alle unioni monetarie. La stabilità monetaria, così come un tasso di crescita ottimale, si può considerare infatti un bene pubblico (Head 1962, Kindleberger 1978, Wallace 1983).

Ne segue che (Hamada 1977, 1979) anche un'area valutaria (come un'alleanza militare, v. Olson e Zeckhauser 1966) è un bene pubblico ("o collettivo" perchè sfruttabile solo dagli appartenenti alla medesima).

Anche in questo caso dovremmo fare i conti con la posizione monetarista estrema (Vaubel 1979, 1984) che nega alla moneta la natura di bene pubblico ma, di nuovo, se dovessimo accogliere questa posizione potremmo interrompere la nostra discussione a questo punto essendo costretti ad affermare che lo SME è il peggiore de mondi possibili.

Se si accetta invece l'idea che lo SME in quanto area di stabilità monetaria è un bene pubblico (o collettivo) sorge il problema della sua offerta. Come è stato dimostrato (Olson e Zeckhauser 1966, Hamada 1977, 1979) se l'alleanza, o l'unione monetaria comprende un membro di peso significativamente maggiore di tutti gli altri l'esistenza del bene pubblico è garantita grazie al fatto che il paese leader si accolla una quota dei costi di offerta di questo bene più che proporzionale rispetto agli altri paesi se per questo paese l'esistenza di tale bene pubblico è indispensabile.

Posta in questi termini si comprende sia la resistenza del "nucleo duro" dello SME rappresentata dalla strong currency option attorno al marco, sia l'interesse della Germania a fungere da paese leader. I paesi minori beneficiano del bene pubblico stabilità monetaria mentre il paese leader è disposto a sopportare costi più che proporzionali (ad esempio in termini di, altrimenti

indesiderati, interventi a sostegno delle monete più deboli) perchè vuole mantenere in vita l'alleanza. La desiderabilità di un'alleanza a sua volta è crescente al crescere della percezione di una minaccia esterna. Dal punto di vista delle relazioni monetarie (S. Strange 1979) l'avversario è l'instabilità proveniente dal resto del mondo e in particolare quella associata al comportamento del dollaro.

La teoria delle scelte pubbliche sembra dunque indicare che, come nel passato, la piramide valutaria continuerà a costituire un forte incentivo al mantenimento degli accordi per quel che riguarda il nucleo dei "paesi lealisti". Diverso è il discorso per i paesi più "indisciplinati". In primo luogo perchè, per questi paesi, il bene pubblico stabilità monetaria potrebbe costituire un incentivo insufficiente a sopportare i costi di adesione senza che ad esso si affianchi in misura adeguata il bene pubblico crescita. In secondo luogo il loro ingresso nell'accordo monetario rende più difficile l'offerta del bene pubblico stesso in quanto rende più difficile il meccanismo decisionale e la distribuzione dei costi di offerta. E' un risultato noto della teoria della azione collettiva (Olson 1965, 1982) che al crescere della dimensione del gruppo decresce la capacità di quest'ultimo di produrre un bene pubblico e di concertare, e mettere in pratica, una strategia comune verso l'esterno. Questo risultato è stato recentemente esteso ai problemi di un'area valutaria (Melitz 1984): più elevato è il numero dei paesi membri più elevato è il numero dei riallineamenti necessari per mantenere la stabilità e più elevati i costi di contrattazione per metterli in pratica.

Per concludere con Hirschmann (1970) (v. anche Schmitter 1979) su questo punto, data la lealtà del gruppo dei paesi del "nucleo duro" il futuro dello SME sembra dipendere, in gran misura, dalla scelta, da parte dei paesi disciplinati, tra la "protesta" nei confronti di politiche indesiderate del paese leader e la "defezione" nella speranza di ottenere isolatamente risultati giudicati più favorevoli.

(Un'opzione che, lo ricordiamo, si è posta con particolare evidenza in occasione degli ultimi riallineamenti del marzo 1983).

Affinchè questa opzione si scioglia nel senso di un rafforzamento dello SME, cioè della "lealtà" collettiva, pare necessario che, quanto meno nel medio periodo, il sistema faccia un salto di qualità senza il quale la stabilità monetaria (stagnazione e disoccupazione) potrebbe

diventare non più un bene ma un male pubblico.

Ma forse il problema è un altro: ciò che rischia di diventare un male pubblico non è la stabilità monetaria ma questa stabilità monetaria, imposta dalla piramide, un meccanismo, malgrado tutto non cooperativo perchè dipendente da scelte non concordate ma decise dal paese leader degli accordi.

Il problema allora diventa: come sia possibile raggiungere l'obiettivo della stabilità monetaria in Europa per una via diversa più aperta alla crescita e perciò più cooperativa.

### Quanta-e- quale-cooperazione?

Nella misura in cui le autorità tedesche perseguono un obiettivo di tasso di cambio marco/dollaro (e nella misura in cui questo obiettivo della Bundesbank fa premio sugli obiettivi eventualmente perseguiti dal Governo Federale) queste si opporranno a ipotesi di espansione che mettono a repentaglio il raggiungimento della stabilità monetaria esterna, e ciò malgrado Germania (e Gran Bretagna) si trovino nelle migliori condizioni di finanza pubblica tra tutti i paesi europei per poter avviare una politica di espansione (v. Basevi et al 1983) (si trovino cioè in grado, per riprendere la tematica del paragrafo precedente; di offrire il bene pubblico crescita). Qualora questo problema non sia risolto, qualora cioè rimanga chiaro agli operatori, che l'obiettivo della stabilità monetaria in Germania farà in ogni caso premio su quello dell'espansione la "logica della piramide" scatterebbe di nuovo sotto forma di movimenti di fondi, penalizzando le monete più deboli o comunque quelle delle economie più propense alla crescita, e questo potrebbe verificarsi anche in assenza di un indebolimento del dollaro.

L'ipotesi di uno SME orientato alla crescita potrebbe essere più realistica nel quadro di una ripresa economica concordata tra le autorità di politica economica europee, americane e giapponesi, nell'ipotesi cioè di un accordo di cooperazione nelle politiche macroeconomiche. Il realismo dell'ipotesi sarebbe rafforzato nel caso in cui tale accordo fosse reso esplicito, in quanto ciò rappresenterebbe un segnale al mercato di un mutamento sostanziale nella condotta di politica economica dei principali paesi e dunque creerebbe un mutamento sostanziale nel quadro delle aspettative.

La credibilità di una simile ipotesi si scontra però contro difficoltà ancora maggiori di quella di una

cooperazione interna allo SME. Anche in questo caso ci troviamo infatti di fronte al problema dell'offerta di un bene pubblico mentre è accresciuta la numerosità del gruppo che dovrebbe accordarsi per offrirlo.

Ma anche ammesso che un simile accordo di cooperazione fosse raggiunto quali ne sarebbero i risultati? In un recente studio Oudiz e Sachs (1984) hanno presentato esercizi di simulazione degli effetti di una condotta cooperativa delle politiche macroeconomiche dei principali paesi industrializzati. A detta degli stessi autori i risultati in termini di maggiore crescita rispetto al caso di assenza di cooperazione sono assai modesti e ciò getta dubbi sulla opportunità di sopportare i costi necessari per il raggiungimento di un simile obiettivo.

Indagini quantitative di questo tipo sono ancora ai primi tentativi e più accurate informazioni si potranno ottenere in futuro. Resta il fatto che, soprattutto per quel che riguarda le relazioni tra grandi aree economiche, occorre meglio precisare il significato stesso del concetto di cooperazione.

L'utilità della cooperazione nasce essenzialmente dalla crescita dell'interdipendenza che è seguita al passaggio alla fluttuazione generalizzata (Swoboda 1983). L'interdipendenza, inoltre, non è solo commerciale o finanziaria ma anche strategica (Buiter 1983) cioè riguarda i meccanismi di decisione di politica economica. L'obiettivo della cooperazione, in generale si può definire come la trasformazione dell'interdipendenza negativa, che produce vincoli e premia i paesi più forti e più risoluti, in interdipendenza positiva (o integrazione).

A questo scopo il primo obiettivo della ricerca di cooperazione non è tanto quello di stabilire di volta in volta la messa in pratica di politiche coordinate, ma soprattutto di stabilire regole di comportamento (Hamada 1977 Swoboda 1983) dei responsabili di politica economica.

Accrescere la cooperazione internazionale significa allora -per quel che riguarda il nostro argomento- introdurre meccanismi di stabilizzazione monetaria diversi da quelli derivanti dalla imposizione di scelte deflattive da parte delle economie dominanti.

Una accezione estrema di questo approccio ci porterebbe a definire la struttura di un nuovo sistema monetario internazionale. Ipotesi intermedie, come quella di Mackinnon (1982) della creazione di un rapporto istituzionalizzato tra aree valutarie, sono però possibili e certamente più realistiche, al di là delle obiezioni sui contenuti che si possono avanzare (v. ad esempio Dornbusch 1983). I meccanismi di cooperazione tra aree valutarie che

si possono immaginare costituiscono, a mio parere, un tema sul quale la riflessione degli studiosi è in ritardo rispetto alla necessità delle cose. Nell'apprestarsi a questo impegno è utile tenere conto di due recenti risultati a cui è giunta la riflessione degli scienziati politici attenti alla problematica economica.

Robert Keohane (1984), nell'analizzare i temi della cooperazione internazionale dopo il crollo del regime egemonico (Bretton Woods) nota come, essendo assai improbabile un ritorno a un tale assetto ed essendo assai difficile che a un breve-medio termine si possa arrivare alla definizione di un nuovo sistema monetario internazionale, la possibilità di mantenere un assetto non eccessivamente instabile dei rapporti finanziari è legata al successo della "cooperazione limitata", cioè all'accordo su aspetti circoscritti delle relazioni internazionali. Questi accordi devono però attivare meccanismi istituzionali che spingano nel senso di una maggiore cooperazione generale (forniscano cioè beni pubblici).

R. Axelrod (1984), rivisitando la classica problematica dei giochi non cooperativi e del dilemma del prigioniero dimostra come, se si verificano alcune condizioni (in particolare la assunzione di un orizzonte temporale sufficientemente lungo) anche da un comportamento egoistico degli operatori può emergere una situazione di cooperazione.

### L'Ecu tra spinte di mercato e ostacoli istituzionali

Un esempio di "cooperazione limitata" che potrebbe rivelarsi feconda di avanzamenti significativi nella ricerca di una stabilità monetaria diversa da quella oggi possibile è lo sviluppo del ruolo dell'Ecu.

Come è noto il cammino del Sistema Monetario Europeo avrebbe dovuto prevedere, oltre alla "fase uno" costituita essenzialmente dall'accordo di cambio, una "fase due" comprendente tra l'altro una evoluzione del ruolo dell'Ecu nella direzione di una vera e propria unificazione monetaria. (v. Maserà 1980).

La "fase due" è tutt'ora di là da venire, ma lo sviluppo del ruolo dell'Ecu nei mercati privati ha conosciuto una dinamica propria che ha superato, fino ad ora, i ritardi delle istituzioni.

Negli ultimi quattro anni l'utilizzo dell'Ecu come denominatore di titoli è cresciuto assai rapidamente, tanto da collocarsi alla fine del 1983 in terza posizione dopo marco e dollaro (v. tab.2).

L'espansione dei crediti in Ecu è stata meno tumultuosa ma incoraggiante mentre ancora limitato è l'uso dello scudo nelle operazioni commerciali.

La pausa di riflessione che sembra caratterizzare il mercato dei titoli in Ecu in questo ultimo anno potrebbe attribuirsi alla attesa, da parte degli operatori, degli effetti della recente ricomposizione del paniere, che ha reso l'Ecu un pò meno somigliante al marco, ma sembra anche emergere, dopo una prima fase di avvio, il peso degli ostacoli istituzionali a un ulteriore sviluppo del ruolo dell'Ecu: la questione del "clearing system" e l'opposizione tedesca al riconoscimento dello scudo in quanto contrario alle disposizioni che vietano gli strumenti indicizzati.

Il primo problema sembra essere, sia pure lentamente in via di superamento, grazie al ruolo che la Bri e la Bei stanno assumendo. L'edificazione di una "clearing agency" potrebbe essere il primo passo di un processo che veda alla sua conclusione la nascita di una vera e propria banca centrale in Ecu, con compiti che vanno da quelli di prestatore di ultima istanza a quelli di responsabile di una politica monetaria dello SME. La soluzione del primo dei due ostacoli di intreccia necessariamente con quella del secondo in quanto richiederebbe una progressiva uniformità di status in tutti i paesi dello SME e successivamente un progressivo trasferimento di poteri da parte delle singole autorità monetarie.

Sta probabilmente qui la vera ragione della resistenza tedesca a una maggiore diffusione dell'Ecu: il timore di dover perdere, prima o poi, la propria autonomia monetaria in un contesto in cui molti, anche tra i sostenitori dell'Ecu, non si nascondono i timori di un utilizzo troppo inflazionistico dello scudo europeo (e suggeriscono, una qualche regola automatica "à la Friedman", che preveda una predeterminazione del tasso di crescita della nuova moneta europea (Triffin 1983)).

Ma tutto ciò vuol dire che la piramide valutaria cioè il modo in cui il Sistema Monetario Europeo ha trovato, fino ad oggi, un suo equilibrio, minaccia di costituire anche il maggior ostacolo per il suo sviluppo. Come ci ricorda Triffin (nel lavoro citato) spesso le "grandi riforme" del sistema monetario internazionale sono nate sulla spinta delle forze di mercato. Non possiamo sapere se la attuale consistenza di queste spinte sia in grado di superare le resistenze istituzionali. E' forse non irragionevole ipotizzare che, fino a che queste spinte proverranno dalle economie più deboli dello SME, la

resistenza delle economie più forti non sarà significativamente scalfita.

Le cose però potrebbero mutare sostanzialmente se, e quando, la tanto temuta e sempre rinviata inversione di tendenza del dollaro avrà luogo e si aprirà una nuova fase di instabilità all'interno come all'esterno degli accordi europei. In questo caso, come nel 1978, una maggiore stabilità monetaria europea potrebbe mostrarsi assai desiderabile ma, a differenza di allora, un semplice accordo di cambio potrebbe rivelarsi insufficiente.

Proprio in previsione di ciò occorrerebbe porsi in una prospettiva di lungo periodo abbandonando quella "logica della provvisorietà" che, malgrado tutto sembra ancoradominare l'atteggiamento dei responsabili di politica economica. Si potrebbe allora verificare la validità del risultato di Axelrod (1980) secondo cui in un orizzonte temporale sufficientemente lungo (ma non infinito) e date alcune condizioni iniziali, anche da un comportamento sostanzialmente egoista può emergere una soluzione cooperativa.

E' chiaro, comunque, che ove il cammino dell'Ecu si concretasse nella costituzione di un vero e proprio "sistema monetario europeo" ci si troverebbe di fronte a una novità finora presente solo nelle analisi degli studiosi (v. ad esempio Cohen 1977) e cioè si passerebbe a un sistema basato sulla sovranazionalità e non più sull'egemonia o sull'oligopolio conflittuale.

BIBLIOGRAFIA

Axelord R. 1982 The Emergence of Cooperation among Egoists, American Political Science Review vol 75 n.2, giugno.

Basevi G. e M.Calzolari 1982, Multinational Exchange Rate Determination: a Model for the Analysis of the European Monetary System, in J.Bilson, R.Marston (eds) Exchange Rate Theory and Practice, Un of Chicago Press.

Basevi G., O.Blanchard, W.Buiter, R.Dornbusch, R.Layard, 1983, Macroeconomic Prospect and Policies for the European Community, Economic Papers n.12, aprile, Commission of the European Communities.

Basevi G., M.Calzolari e C.Colombo 1983, Monetary Authorities' Reaction Functions and the European Monetary System in D.Hodgman (ed.) 1983.

Branson W. 1982 Exchange Rate Policy after a Decade of Floating, paper presented at the NBER Conference on Exchange Rates, 25-29 gennaio.

Brown B. 1979 The Dollar Mark Axis.On Currency Power, Mc.Millan.

Buiter W. 1983 Commento a Dornbusch (1983).

Canzoneri M.1982, Exchange Intervention Policy in a Multiple Country World, Journal of International Economics, vol.13.

Coes D. 1983, Exchange Market Intervention in Four European Countries, in Hodgman (1983)

Cohen B. 1977 Organizing the World's Money, Basic Books.

Dornbusch R. 1983, Flexible Exchange Rates and Interdependence, IMF Staff Papers, marzo.

Fieleke N. 1983, Commento a Coes (1983).

Frey B.S.,F.Schneider 1981, Central Bank Behaviour: A Positive Empirical Analysis, Journal of Monetary Economics vol.7.

Gandolfo G. e P.C.Padoan 1984a, Cyclical Growth in a Non Linear Macrodynamic Model of the Italian Economy, in R.Goodwin, M.Kruger, A.Vercelli (eds), Nonlinear models of fluctuating growth; Spinger-Verlag.

Gandolfo G. e P.C.Padoan 1984b, A Disequilibrium Model of Real and Financial Accumulation in an Open Economy: Theory, Evidence and Policy Simulations, Spinger Verlag forthcoming.

Giavazzi F. and A.Giovannini 1984, The Dollar and the European Monetary System, mimeo, maggio.

Hamada K. 1977, On the Political Economy of Monetary Integration, in Aliber R. (ed) The Political Economy of Monetary Reform, Mc.Millan.

Hamada K. 1979 On the Coordination of Monetary Policies in a Monetary Union, paper presented at the Colloquium on New Economic Approaches to the Study of International Integration: Applications of Economic Analysis to Political Decision-Making, European University Institute, Florence 31 maggio-2 giugno.

Hayek F.von 1976, Denationalization of Money, Institute of Economic Affairs, London, Hobart Special Papers n.70.

Head J.G. 1962 Public Goods and Public Policy, Public Finance n.3.

Hirsch F.e M.Doyle 1977 Politicization in the World Economy: Necessary Conditions for an International Economic Order, in F.Hirsch, M.Doyle, E.Morse, Alternatives to Monetary Disorder McGraw-Hill.

Hirschmann A. 1970, Exit, Voice and Loyalty, Cambridge University Press.

Hodgman D.(ed) 1983, The Political Economy of Monetary Policy: National and International Aspects, Proceedings of a Conference held in July 1983, Perugia, Italy.

Horne J. 1983, The Asset Market Model of the Balance of Payments and the Exchange Rate: a Survey of Empirical Evidence, Journal of International Money and Finance, vol.2.

Izzo L. 1978, L'Economia della Rft nel Contesto Internazionale, in A.A.V.V. Modello Germania, Zanichelli.

Izzo L. 1982, Lo SME: situazione attuale e proposte di riforma, Rapporto CER n.3.

Jonson P.D., R.G.Trevor 1981, Monetary Rules: a Preliminary Analysis, Economic Record vol. 57.

Keohane R. 1984, After Hegemony, Princeton University Press.

Kindleberger C. 1978 Dominance and Leadership in the International Economy: Exploitation, Public Goods, and Free Rides, in Hommage a Francois Perroux, Grenoble.

Kouri P. 1983 Balance of Payments and the Foreign Exchange Market: a Dynamic Partial Equilibrium Model, in J.S. Bhandari e B.M.Putnam (eds), Economic Interdependence and Flexible Exchange Rates, MIT Press.

Knight M.D. e C.R. Wymer 1978, A Macroeconomic Model of the United Kingdom, IMF Staff Papers vol. 25.

Kruse D. 1981 The Reserve Currency Role of the Deutsche Mark and Its Implications for the European Monetary System in J.P. Abraham e M.VanDen (eds) Systeme Monetaire Européen et Reforme Monetaire Mondiale, Ed. de l'Université de Bruxelles.

Martinengo G. e P.C.Padoan, 1982 Aree Valutarie e Accumulazione, Uno Studio sullo SME, Kappa.

Martinengo G. e P.C. Padoan, 1983 Lo SME e il Dollaro. Interdipendenza e Gerarchia nei Rapporti tra Aree valutarie, Edizioni Scientifiche Italiane.

McKinnon R. 1982, Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard, American Economic Review vol. 72, giugno.

Marston R. 1982, Exchange Rate Unions as an Alternative to Flexible Rates. The Effects of Real and Monetary Disturbances, paper presented at the Conference on Exchange Rate Theory and Policy, Bellagio 25-29 gennaio.

Melitz J. 1984 The Welfare Case for the European Monetary System, paper presented at the Conference of the Society for Economic Dynamics and Control, Nice, France 15-17 giugno.

Meese R.A. e K.Rogoff 1981, Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Are Any Fit to Survive?, International Finance Discussion Paper n.184, Federal Reserve Board, Washington D.C.

Meese R.A. e K.Rogoff 1983, Empirical Exchange Rate Models of the Seventies. Do They Fit out of Sample?, Journal of International Economy vol.14.

Moon B. 1982, Exchange Rate System, Policy Distortion and the Maintenance of Trade Dependence, International Organization n.4.

Neumann M. 1984, Intervention in the Mark/Dollar Market: The Authorities' Reaction Function, Journal of International Money and Finance vol.3.

Olson M. 1965, The Logic of Collective Action, Harvard U.P.

Olson M. 1982, The Rise and Decline of Nations, Yale U.P.

Olson M., R.Zeckhauser 1966, An Economic Theory of Alliances, Review of Economics and Statistics, agosto.

G.Oudiz, J.Sachs 1984, Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Countries, Brookings Papers on Economic Activity n.1.

Persson T. 1980, Currency Areas and Alternative Exchange Rate Regimes in a Simple Three-Country General Equilibrium Model, Institute for International Economics Studies, Seminar Paper n.141.

Sassaupour C. e J.Sheen 1984, An Empirical Analysis of the Effects of Monetary Disequilibria in Open Economies, Journal of Monetary Economics, January.

Salin P. 1979, The Political Economy of Alternative Approaches to Monetary Integration, paper presented at The Colloquium on New Economic Approaches to The Study of International Integration: Applications of Economic Analysis to Political Decision Making, European University Institute, Florence 31 maggio-2 giugno.

Schmitter P. 1979, Exchange Theories of Integration: Exit, Voice and Suffrance as Strategies in Regional Organizations, paper presented at the Colloquium on New Economic Approaches to The Study of International Integration: Applications of Economic Analysis to Political Decision-Making" European University Institute, Florence 31 maggio-2 giugno.

Shaffer J.R. B.E. Loopesko 1983, Floating Exchange Rates after Ten Year, Brookings Papers on Economic Activites n.1.

Swoboda A. 1983 Exchange Rate Regimes and European-US Policies Interdependence, IMF Staff Papers marzo.

Strange S. 1979 Alliance Theories in an Authority/Market Paradigm: The Case of EMS and Community Diplomacy in Market-Sharing. paper presented at The Colloquium on New Economic Approaches to the Study of International Integration: Applications of Economic Analysis to Political Decision-Making, European University Institute Florence 31 maggio-2 giugno.

Thygesen N. 1979, Exchange Rate Experiences and Policies of Small Countries: Some European Examples of the 1970's, Princeton Essays in International Finance n.136.

Triffin R. 1983 The Future of The European Monetary System and of the Ecu?, paper presented at the annual conference of the Centre for European Policies Studies 23-26 novembre.

Vaubel R. 1977, Free Currency Competition, Weltwirtschaftliches Archiv n.3.

Vaubel R., 1978, Real Exchange Rate Changes in The European Community: A new Approach to the Determination of Optimum Currency Areas, Journal of International Economics n.2.

Vaubel R. 1979, International Coordination or Competition of National Stabilization Policies? A Welfare-Economic Approach, paper presented at the Colloquium on New Economic Approaches to the Study of International Integration: Applications of Economic Analysis to Political Decision-Making, European University Institute, Florence 31 maggio-2 giugno.

Vaubel R. 1980a, The Return to The New European Monetary System: Objectives, Preference, Perspectives, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, autunno.

Vaubel R. 1980b, Why The EMS May be Have to Be Dismantled, Euromoney, gennaio.

Wallace M. 1983 Economic Stabilization as a Public Good, Journal of Post Keynesian Economics, inverno.

Willms M. 1983, The Monetary Policy Decision Process in The Federal Republic of Germany, in Hodgman (1983).

Tabella 1

Modifiche dei tassi di cambio all'interno dello SME

Riallineamento dei tassi centrali, in % rispetto al gruppo delle monete le cui parità, bilaterali non subiscono modifiche.

	Date dei riallineamenti						
	24 Settem. 1979	30 Novem. 1979	22 marzo 1981	5 ottobre 1981	22 febbr. 1982	19 giugno 1982	27 marzo 1983
BFR/LFR	-	-	-	-	- 8.5	-	+ 1.5
DKR	- 2.9	- 4.8	-	-	-	-	+ 2.5
DM	+ 2	-	-	+ 5.5	-	+ 4.25	+ 5.5
FF	-	-	-	- 3	-	- 5.75	- 2.5
IRL	-	-	-	-	-	-	- 3.5
LIT	-	-	- 6	- 3	-	- 2.75	- 2.5
HFL	-	-	-	+ 5.5	-	+ 4.25	+ 3.5

Tabella 2. Emissioni di titoli in Ecu, Percentuali per valute di denominazione.

	Ecu	Dollaro	Marco	Altri
1980	0.3	68.5	15.1	16.1
1981	1.0	84.9	4.0	10.1
1982	3.6	85.2	4.9	6.3
1983	4.2	79.2	7.9	8.7
1984 Ge-Asso	4.0	81.1	6.1	12.8

Fonte: Morgan Guaranty World Financial Markets.

iai ISTITUTO AFFARI  
INTERNAZIONALI - ROMA

n° Inv. 10491

19 GIU. 1991

BIBLIOTECA