

I miei primi lavori su problemi monetari internazionali

Il mio primo libro fu sul "Gold Exchange Standard". Esso si era sviluppato da un lavoro di seminario, del 1922, e dalla mia tesi di dottorato completata nel 1923. Fu pubblicato nel 1924 con la data del 1925. Una breve descrizione dell'Europa monetaria d'allora può forse mostrare come la mia opera si inquadrasse nei problemi di quel periodo.

L'Europa del 1914 aveva 10 monete, tutte con parità auree fisse e con tassi fissi di cambio. L'Europa del 1920 aveva 27 monete cartacee, nessuna con parità aurea, nessuna con tassi fissi di cambio, e parecchie in stadi vari di inflazione o iperinflazione. Nell'Austria-Ungheria la circolazione di banconote era cresciuta di quattordici volte durante i quattro anni di guerra; nei tre anni e mezzo successivi, dalla prima metà del 1919 alla fine del 1922, essa si era gonfiata nella nuova Austria di 670 volte. L'inflazione cartacea fu arrestata nel novembre 1922 e istantaneamente cessò l'inflazione dei prezzi. Nella Germania la circolazione durante la guerra era aumentata soltanto di cinque volte, ma il lavoro del torchio negli anni post-bellici (principalmente per finanziare le spese pubbliche a sostegno della resistenza civile contro l'occupazione francese della Ruhr) si accelerò fino a produzioni record di banconote. I biglietti in circolazione, che ammontavano a 2.014.000.000 di marchi nel maggio 1914, salirono a 67.485.000.000 nel marzo 1921, a 13.092.000.000.000 nel giugno 1923, a 28.229.000.000.000 nel settembre 1923 e a 496.500.000.000.000.000 nel dicembre 1923.

Questo lo scenario dei miei anni di università (1920-1923). Ovunque gli "esperti" monetari discutevano delle tecniche più adatte per ripristinare condizioni di stabilità e, possibilmente, per tornare al "gold standard". Solo l'Austria e l'Olanda, in Europa, avevano

avuto, prima della guerra, regimi di "gold exchange standard": parità auree fisse, ma nessuna moneta aurea in circolazione e gran parte delle riserve monetarie tenute in sterline. Quale sistema avrebbe adottato la maggioranza dei paesi europei? Il sistema a monete auree, il "gold bullion" oppure il "gold exchange standard"? Molto poco si sapeva del sistema aureo senza monete auree; e quando il professor Mises mi propose di studiarlo, sotto il profilo sia storico sia teorico, io mi misi al lavoro.¹

Il "gold exchange standard" (1923, 1925)

Il titolo tedesco della mia tesi e del mio libro fu *Die Goldkernwährung*,² in traduzione letterale "sistema a nucleo aureo", termine che comprendeva sia il "gold bullion standard" sia il "gold exchange standard". Un "gold bullion standard", per primo proposto da Ricardo, aveva funzionato solo in Inghilterra dal 1819 al 1821. (L'Inghilterra lo adottò di nuovo nel 1925.) Il "gold exchange standard" era stato sperimentato nelle Indie olandesi, in India, nelle Filippine, nel Panama e in parecchi paesi sudamericani. Io riferii su tutte queste esperienze, nonché sul principale sistema a cambio oro europeo, quello austro-ungarico.³

Rileggendo ora l'analisi teorica dei miei giorni di tirocinio, rimpiango che non sia mai stata tradotta in inglese. Ma quando ho cercato di tradurre, per questo articolo, qualche osservazione "preveggente", mi sono accorto che il mio stile tedesco del 1923 è quasi intraducibile. Io avevo scritto la mia tesi perché fosse accettata dal professor Othmar Spann, che ufficialmente era il presidente del mio comitato di laurea (giacché il professor Mises, mio insegnante e mentore, era soltanto Professor Extraordinarius). Spann aveva uno stile oltremodo idiosincratico, ricco di parole di suo

¹ Dove e come lavoravo? Qualcuno può essere interessato a qualche aspetto personale della mia vita. Poiché ero impegnato in un'attività economica e non potevo lavorare nel mio ufficio su argomenti estranei, studiavo e scrivevo a casa fra le sei e le otto della mattina e fra le otto e le dodici di sera. Mi ero assuefatto a poco sonno, e il mio fisico si ribellò solo occasionalmente a questo severo regime. (Le ribellioni presero la forma di ulcere allo stomaco che mi colpirono ripetutamente dai venti agli attuali 77 anni.)

² *Die Goldkernwährung* (Halberstadt: H. Meyer, 1925).

³ *Ibid.* parte 2, pp. 44-95.

personale conio. Poiché le mie opinioni sui problemi economici e monetari erano totalmente diverse dalle sue, anzi opposte, pensai di dover controbilanciare la mia dissidenza con l'adozione di quanti più potevo dei suoi termini e delle sue espressioni. Questo stragemma funzionò — egli accettò la mia tesi — ma con l'infelice risultato che talune delle mie enunciazioni migliori perdono in chiarezza in tedesco e sono intraducibili in qualsiasi altra lingua. Dovrò quindi parafrasare, invece di offrire traduzioni letterali, se voglio essere compreso.

Cominciai l'analisi monetaria con il detto di Ricardo « che il solo uso di uno "standard" è di regolare la quantità, e con la quantità il valore della moneta ». ⁴ Avvertii, peraltro, che l'oro aveva da molto tempo perduto la sua precedente funzione di regolatore della quantità di moneta; la creazione di credito interno era diventata responsabile di una crescente parte dell'offerta di moneta di una nazione (banconote e depositi). Distinsi poi le variazioni dell'offerta di moneta che erano spiegate dal "principio di conversione" — dall'interconvertibilità fra oro (o valuta estera) e moneta nazionale — dalle variazioni dovute all'espansione e contrazione del credito interno. Con questa distinzione speravo di illuminare la continuità del pensiero economico, di mostrare in particolare come il dibattito monetario dell'ottocento fra la "currency school" e la "banking school" avesse portato, prescindendo da confusioni, a intuizioni di permanente valore. Il "currency principle" spiegava l'espansione monetaria attraverso l'afflusso di valute estere o di oro, mentre il "banking principle" spiegava l'espansione del credito interno.

Questo modello delle due fonti di nuova moneta mi è stato utile per oltre 55 anni, come avrebbe potuto essere utile a tutti gli studiosi di problemi monetari. Esso divide le attività acquistate dalla banca centrale o da qualsiasi altra autorità monetaria in estere e interne. Con l'acquisizione delle une o delle altre o di ambedue viene creata moneta nazionale; ma soltanto le attività estere contano come riserve monetarie. Un'acquisizione di attività nazionali — attraverso l'aumento dell'offerta di moneta che essa provoca e il connesso aumento della domanda di beni e servizi (e conseguente

⁴ DAVID RICARDO, *Proposals for an Economical and Secure Currency* (London: John Murray, 1816), p. 14. In *The Works and Correspondence of David Ricardo* (ed. da Piero Sraffa), vol. IV (Cambridge: University Press, 1951), p. 59.

disavanzo della bilancia dei pagamenti) — è suscettibile di portare a una perdita di attività estere di riserva, che riduce l'offerta interna di moneta e così ripristina l'equilibrio con l'estero (p. 121).

Notai anche che l'acquisizione di cambiali estere e di saldi presso banche straniere costituivano prestiti all'estero ("Krediterteilung an das Ausland", p. 141), un tema ripreso quarant'anni dopo nella mia *Wicksell Lecture* del 1965. Mi era chiaro fin dal 1923 che le attività sull'estero possedute dalle autorità monetarie avevano il loro impiego principale come "fondi di intervento" ("Interventionsfond") per impedire alla moneta nazionale di deprezzarsi nei mercati dei cambi (p. 144).

Per tutto il libro combattevo quella che in genere era chiamata la teoria della svalutazione da bilancia dei pagamenti. Era una teoria ingenua, che cercava di spiegare il rialzo dei prezzi delle valute estere col deficit della bilancia dei pagamenti, ma non vedeva che il deficit era a sua volta determinato da un'offerta di moneta nazionale eccessiva rispetto agli sviluppi monetari all'estero. Un capitolo su "gold exchange standard e bilancia dei pagamenti" era interamente dedicato a un tentativo di raddrizzare le storture e gli errori, che ho visto ripetuti ogniqualvolta si è presentato un disavanzo nei conti con l'estero (pp. 118-139). Riporto, in una traduzione approssimativa, un passo di questo capitolo:

« In un regime aureo [incluso un "gold exchange standard"] un eccesso di offerta di moneta porta a un disavanzo nella bilancia dei pagamenti, che a sua volta provoca un deflusso di oro [riserve] e una concomitante riduzione dello stock di moneta, così ripristinando l'equilibrio. Con una moneta cartacea [inconvertibile] il deficit dei pagamenti con l'estero [conseguente a un'espansione monetaria] porta, non a un deflusso di oro [riserve], ma a un ribasso del tasso di cambio della moneta. Con il nuovo rapporto fra moneta nazionale e moneta estera non c'è più eccesso nello stock di moneta (nazionale) né un livello dei prezzi relativamente alto, e il disavanzo della bilancia dei pagamenti scompare. [Ma tutto ciò presuppone che la creazione di credito interno non riproduca l'eccesso di offerta di moneta e rialzi di prezzi] » (p. 121).

Ripetei la qualificazione enunciata con l'ultima frase in parentesi numerose volte, in parte perché un altro economista, Otto Heyn, veniva attivamente propugnando una politica che neutralizzasse gli effetti esercitati da perdite di riserve sull'offerta di moneta nazionale, ma soprattutto perché questa mi sembrava la poli-

tica effettivamente perseguita da varie banche centrali. Cercai di porre in evidenza che politiche siffatte tendenti a neutralizzare gli effetti restrittivi di vendite ufficiali di valute estere mediante espansioni del credito interno sabotavano il meccanismo di aggiustamento. La contrazione automatica dell'offerta di moneta nel processo di finanziamento del disavanzo con l'estero era la sostanza del meccanismo di aggiustamento; compensare questa contrazione significava impedire l'aggiustamento e rendere cronico il disavanzo (p. 117). Nello stesso spirito scrissi questo passo [condensato di tre pagine del libro]:

« L'autoregolazione, o ripristino automatico dell'equilibrio, può essere seriamente ostacolata se si permette che crescano i redditi monetari degli operatori economici del paese... Il disavanzo con l'estero è un aggiustamento a un'offerta eccessiva di moneta, o a un aumento eccessivo dei prezzi e redditi rispetto ai prezzi e redditi all'estero... Questo aggiustamento, il disavanzo della bilancia dei pagamenti, opera o attraverso movimenti dei tassi di cambio, oppure, in sistemi di cambi fissi, attraverso movimenti di oro [riserve] e variazioni della quantità di moneta nazionale » (pp. 137-139).

Tra i fautori dell'ingenua teoria della svalutazione da bilancia dei pagamenti c'era il professor Spann, supervisore ufficiale della mia tesi. Io lo citai là dove osservavo che non c'è limite alla caduta di un tasso di cambio se la bilancia dei pagamenti è in deficit: « se, come accade in ogni paese a moneta cartacea, non è disponibile oro, i cambi delle monete estere possono continuare a crescere incessantemente ».⁵ Contro questo ottenebramento, doveti citare autorevoli esponenti della teoria della parità dei poteri d'acquisto, non soltanto nella versione di Gustav Cassel ma anche nelle precedenti versioni di Ricardo (1812, 1816), Goschen (1861), Ludwig Bamberger (1876) e altri. Ricordai ai lettori che « il prezzo interno di un bene d'importazione determina il limite superiore al quale l'importatore può continuare a comprare valuta nel mercato dei cambi » (p. 136). D'altra parte, doveti badare che i miei lettori non dimenticassero il ruolo dei movimenti di capitale e della speculazione — come fanno molti esperti ai nostri giorni, a distanza di 55 anni. Perciò richiamai l'attenzione sul fatto che i flussi di capitali

⁵ OTHMAR SPANN, *Die Haupttheorien der Volkswirtschaftslehre* (Leipzig: Quelle & Meyer, 5 ediz., 1920), p. 24.

possono svolgere nelle relazioni internazionali, specie quanto ai saldi giornalieri, un ruolo più importante dei flussi di beni e servizi (p. 137) e che « ogni concreto tasso di cambio è fondamentalmente un tasso speculativo, un tasso che tiene conto di futuri sviluppi » (p. 129).

Questo punto — che raffronti del potere d'acquisto sono necessariamente basati su condizioni *presenti* o piuttosto, da un punto di vista statistico, su rilevazioni *passate* di prezzi, mentre aspettative presenti riguardano necessariamente sviluppi *futuri* — è così importante che non lo si può mai abbastanza porre in risalto. Tenterò pertanto un'altra traduzione dal mio vecchio libro:

« Considerazioni riguardanti sviluppi futuri sono la ragione per la quale l'aumento dei prezzi di monete estere possono precedere o superare gli aumenti di prezzi interni di merci [ossia, la svalutazione esterna della moneta può precorrere il deprezzamento interno o la riduzione del suo potere d'acquisto]. La frequente obiezione che il livello generale dei prezzi, crescendo più lentamente dei tassi di cambio, può per questo non essere accettato come la causa dell'aumento dei cambi (e che deve essere vero l'inverso, cioè che il livello dei prezzi si aggiusta, con un ritardo, ai tassi di cambio) è del tutto ingenua. Come ogni azione economica è basata sulla capacità di valutare utilità future... e future produttività, così la formazione dei prezzi nel mercato dei cambi anticiperà sviluppi futuri » (pp. 135-136).

Penso di potere oggi, a distanza di 55 anni, formulare meglio questo punto; ma non posso astenermi dall'osservare che l'essenziale della mia attuale teoria era già presente nel mio primo tentativo di economista. Irrisi allora, come faccio oggi, agli ambienti ufficiali che davano addosso agli speculatori per le loro operazioni destabilizzanti di acquisto e vendita di valute estere (p. 129). E confermo oggi ciò che scrivevo allora: « Una domanda speculativa di valuta estera — spesso giudicata una domanda "illegittima" — non è altro che il riflesso dell'aspettativa di una futura domanda "legittima" la cui soddisfazione è ritenuta incerta » (p. 145).

C'erano esperti monetari, negli anni venti come poi negli anni sessanta e settanta, che assicuravano che l'abolizione della convertibilità in oro avrebbe concesso una maggiore autonomia alle autorità monetarie nel perseguimento di politiche creditizie per obiettivi nazionali. Io chiamai questa tesi un "serio errore" fin quando si desiderassero tassi di cambio stabili:

« E' possibile mantenere stabili i tassi di cambio rispetto a monete su base aurea soltanto se le autorità sono rassegnate a non far uso della libertà che supponessero di aver ottenuto con l'abolizione della convertibilità della loro moneta in oro. Soltanto un ritmo approssimativamente regolare di creazione monetaria può rendere possibile la conservazione di stabili tassi di cambio » (p. 146).

E similmente:

« Un paese ha la scelta o di perseguire un'indipendente politica creditizia e non curarsi di cambi fissi, oppure di mantenere tassi di cambio fissi e rinunciare all'indipendenza della politica monetaria... Il tasso di creazione monetaria è legato, con le catene della stabilità del cambio, al ritmo di creazione monetaria negli altri paesi » (p. 160).

Poiché queste enunciazioni possono suonare come tesi di un ultramonetarista, che guarda soltanto alla quantità di moneta e trascura la domanda di disponibilità liquide, desidero rassicurare il lettore che il mio studio non ometteva qualificazioni riguardanti variazioni della domanda di moneta e della velocità di circolazione. Ma devo ammettere che tali qualificazioni erano lungi dall'essere adeguate. Questo accento unilaterale sull'offerta di moneta e l'insufficiente attenzione dedicata alla domanda di moneta, se non possono essere giustificati, possono almeno essere spiegati. In primo luogo, l'importanza quantitativa delle due variazioni era profondamente diversa in quegli anni, quando gli *stocks* di moneta venivano crescendo in termini nominali di parecchie centinaia di volte, quasi di mille volte, e in Germania molto di più. In secondo luogo, il declino della domanda di disponibilità monetarie era dovuta alle aspettative indotte dal ritmo straordinario di creazione monetaria.

Talune altre questioni, sollevate in quel mio primo libro, possono meritare un cenno. Mi parve allora utile contrapporre l'internazionalismo implicito in un sistema di tassi fissi di cambio e di libera interconvertibilità al nazionalismo implicito in un sistema di tassi liberamente flessibili e di offerta di moneta generata soltanto dalla creazione di credito interno. Nel primo sistema, un aumento del prodotto nazionale è condiviso con altri paesi, poiché questi possono acquistare beni addizionali in cambio della loro moneta; se in nessun paese si crea nuova moneta ma vi sono soltanto trasferimenti di moneta da un paese all'altro, ogni aumento della produzione viene distribuito fra tutti i paesi e viene redistribuito

lo *stock* mondiale di moneta. Per contro, senza interconvertibilità delle monete nazionali e quando monete estere o internazionali non son tenute come riserve monetarie, ciascun paese può conservare per sé un aumento della sua produzione; e, ovviamente, nessun paese possiede riserve monetarie da usare per far fronte a deficienze della propria produzione mediante un disavanzo della bilancia dei pagamenti. Il contrasto tra nazionalismo e internazionalismo diventa ancor più evidente se i paesi interessati combinano i due principi di creazione monetaria: il principio di conversione e l'espansione di credito interno. Un paese che persegue una politica nazionalistica può accelerare la creazione interna di moneta ogniqualvolta la sua produzione cresce, così da impedire l'insorgere di un *surplus* commerciale e da evitare di dividere l'aumento di produzione con i suoi *partners* commerciali; d'altra parte, quando procede a espansioni del credito a un ritmo molto più veloce dell'espansione all'estero, può provocare un disavanzo nella bilancia dei pagamenti e così acquisire una parte della produzione del resto del mondo. Definii questa politica come nazionalistica, poiché il paese a orientamento nazionalistico può riuscire ad assicurarsi parte della produzione di altri paesi e a impedire a questi di partecipare al suo prodotto. Naturalmente, una siffatta politica si risolve in perdite di riserve monetarie o in aumenti dell'indebitamento a breve termine, che a lungo andare sono incompatibili con il mantenimento di tassi fissi di cambio (pp. 166-167).

Una mia proposta terminologica non riuscì a mettere radici, ma l'idea le mise: l'idea di una "moneta standard". Mi riferivo alla sostituzione, nelle politiche dei cambi di vari paesi, della parità aurea con la parità rispetto a una "moneta standard". Formulavo cioè la possibilità — "per nulla utopistica" o improbabile — che « tutti i paesi di una comunità a regime aureo rinunciassero alla convertibilità in oro e approfittassero della possibilità di tenere riserve di attività estere fruttifere in un sistema generalizzato di "cambio oro" » (p. 147). Prendevo anche in considerazione lo sviluppo di congegni di *swap* che permettessero un aumento quasi illimitato delle riserve monetarie. Non raccomandavo congegni del genere — che assimilavo alla pratica notoriamente screditata della carta finanziaria incrociata (il cosiddetto "kiteflying") — ma prevedevo con serie preoccupazioni la possibilità di uno sviluppo in tal senso (p. 148).

L'idea di un paese con una moneta che diventasse il metro per fissare i valori di cambio di altre monete mi condusse irresistibilmente a coniare un altro nuovo termine: il "dollar-exchange standard" ["Dollarkernwährung"] (pp. 83, 140, 172-177). Oltre che del "dollar-exchange standard" ebbi occasione di parlare di uno "sterling-exchange standard" e di un "mark-exchange standard" (pp. 83, 140 e *passim*). Espresi serie preoccupazioni riguardo al possibile sviluppo di un "dollar-exchange standard", nel quale nessuna moneta salvo il dollaro fosse convertibile in oro e tutte le riserve di metallo aureo fossero tenute negli Stati Uniti:

« E' concepibile che tutti i paesi europei adottino un siffatto "dollar-exchange standard" e così, in linea teorica, sarebbero in un sistema di "gold-exchange" senza coniare una singola moneta d'oro [o tenere un singolo lingotto d'oro]. In effetti, peraltro, non si può ragionevolmente considerare un tale "dollar-exchange standard" come equivalente ad un [genuino] "gold-exchange standard". Giacché in simili circostanze non si può più sostenere che l'oro funzioni come regolatore del valore della moneta. Invece, la politica monetaria degli Stati Uniti ha assunto il ruolo di regolatore del valore reale dell'oro. Quando vi è un solo paese importante a reale regime aureo — come oggi [1923-25] accade — il valore reale dell'oro dipende dal tasso di creazione del credito molto più di quanto la creazione di credito dipenda da [la quantità di] oro » (p. 173).

Le nuove monete europee (1927)

Questo tema divenne un *leit-motiv* nel mio secondo libro, *Die Neuen Währungen in Europa* (Le nuove monete in Europa).⁶ Lo scrissi nel 1926 per invito dei curatori di una serie di monografie. Il libro apparve all'inizio del 1927. La prima parte era teorica, la seconda descriveva la stabilizzazione post-bellica delle monete di sedici paesi, tra il 1922 (Lettonia) e il 1926 (Belgio). (Allorché preparavo la rassegna, la Francia lottava ancora con l'inflazione e riuscì soltanto nel 1927 a stabilizzare il franco; anche l'Italia e

⁶ *Die Neuen Währungen in Europa* [Finanz- und Volkswirtschaftliche Zeitfragen] (Stuttgart: Ferdinand Enke, 1927).

vati altri paesi erano sempre alle prese con i loro problemi monetari.) Soltanto quattro dei sedici paesi considerati prescrivevano che le riserve monetarie per le emissioni di banconote fossero tenute in oro; e soltanto uno — l'Olanda — imponeva (per pochi anni) riserve auree anche per le passività in depositi della banca centrale. Gli altri dodici paesi consentivano che le riserve monetarie fossero tenute in parte o integralmente in valute estere; in tal modo, avevano adottato il "gold exchange standard".

Si può essere tentati di dar risalto al contrasto con le condizioni pre-belliche in fatto di monete auree: ormai uno solo dei sedici paesi — la Svezia — prevedeva il ritiro di banconote contro monete auree; e un altro soltanto, la Gran Bretagna, il ritiro contro barre d'oro. In nessuno dei sedici paesi tornarono in circolazione monete auree. Così, il regime a monete auree non era sopravvissuto alla prima guerra mondiale. Ma dubito che si potesse ragionevolmente considerarlo come una "vittima della guerra", poiché la circolazione aurea non aveva avuto reale importanza nemmeno prima del 1914. Il nuovo "gold exchange standard" durante i primi anni di funzionamento impiegò principalmente il dollaro come attività di riserva; e, tra il 1927 e il 1931, la sterlina divenne la principale attività di riserva per l'Olanda. In sostanza, la situazione che avevo prospettato nel mio primo libro si era avverata. Era arrivato il "dollar exchange standard". E con gli Stati Uniti come unico paese che comprava e vendeva oro a un prezzo fisso in dollari, il valore dell'oro in termini di merci dipendeva ormai dalla politica creditizia del sistema della riserva federale americana.

La maggior parte delle enunciazioni teoriche della prima parte del volume del '27 erano riformulazioni migliorate di quelle contenute nel precedente libro: migliorate soprattutto perché non ero stato più costretto a tentare di scrivere in una forma che compiacesse ad uno dei miei "referees". Tentare di tradurre il testo tedesco sarebbe ancora difficile, poiché raramente vi sono espressioni perfettamente equivalenti in un'altra lingua, e, dove esistono equivalenti accettabili, vanno di solito perdute appropriate allitterazioni, assonanze e allusioni, e il ritmo è quasi sempre diverso. Devo quindi astenermi dall'offrire versioni delle mie asserzioni sugli sforzi di "stabilizzazione" del potere d'acquisto interno della moneta, del suo valore in termini del dollaro, del suo valore in termini di oro (p. 6); sulla richiesta di un ritorno al regime aureo, a

un regime aureo non "invisibile", ma "visibile" (p. 7); sulle nozioni di moneta come oro e di oro come moneta, l'idea ortodossa ma irrimediabilmente perduta del regime aureo (p. 7); sui quattro metodi di creazione di moneta, della conversione di attività sull'estero in moneta nazionale, dell'espansione del credito interno, del finanziamento diretto (monetizzazione) di disavanzi fiscali, della monetizzazione di oro di nuova produzione (pp. 11-13); sulla politica fiscale e sulla politica creditizia come fattori talvolta concorrenti, ma spesso complementari di espansione monetaria, allorché si discute il problema di far fronte ai bisogni della finanza pubblica e della finanza privata (pp. 12-13); sui piani alternativi per stabilizzare il potere d'acquisto interno della moneta (l'indice generale dei prezzi) con aggiustamenti periodici del prezzo dell'oro, dei tassi di cambio, o dei tassi d'interesse, quantunque gli effetti di tali aggiustamenti sui prezzi delle merci non siano noti nemmeno approssimativamente (pp. 14-16).

In queste mie rievocazioni mi fermo solo su alcuni dei problemi esaminati nel libro del 1927. Sollevai allora la questione della misura in cui l'oro può adempiere la funzione di determinare la quantità di moneta o, almeno, di limitarne l'aumento. Il rigoroso, puro regime aureo era naturalmente solo un immaginario "tipo ideale"; la questione reale era come controllare l'emissione di moneta che non era né moneta metallica né certificato aureo. Un metodo di controllo era l'imposizione di limiti legali alla circolazione monetaria, limiti ragguagliati in vario modo alla riserva aurea. Se la riserva aurea è costituita da oro e non da titoli in valuta estera convertibili in oro, e se le autorità responsabili della creazione di moneta interna osservano coscienziosamente gli obblighi di riserva, ci sarebbe qualche motivo di ritenere che la copertura aurea, o le regole, sia pure arbitrarie, di "garanzia aurea", possano realmente giovare all'obiettivo di impedire eccessive creazioni di moneta (p. 17). Di fatto, queste regole pratiche limitano l'emissione di banconote e di depositi bancari soltanto fin quando le autorità monetarie vogliono essere restrittive. Se così vogliono, qualsiasi altra regola empirica, anche senza alcuna connessione con l'oro e le riserve auree, può funzionare altrettanto bene; se non vogliono, se pensano di avere solide ragioni per creare altra moneta, l'ostacolo sarà eliminato, e qualsiasi regola, aurea o non aurea, sarà sospesa o abolita. E se la cosiddetta "garanzia" consiste

solo in titoli su paesi con monete convertibili in oro ("gold exchange standard"), non c'è più scarsità di riserve: in realtà, con politiche creditizie internazionalmente coordinate e con congegni "swap" facili da concordare, le riserve diventano aumentabili *ad libitum* (p. 20).

Il secondo metodo di controllo era il principio di conversione, il principio cioè di soddisfare qualsiasi domanda di valuta estera con una permanente offerta di cambiare qualsiasi importo di moneta nazionale in oro o in monete estere convertibili in oro a tassi fissi e senza restrizioni. Poiché un'eccessiva creazione di moneta interna porterebbe a una domanda di valuta estera, e poiché la vendita dell'oro o della valuta estera richiesti assorbirebbe l'eccesso di moneta, il principio di conversione funziona come un controllo automatico dello stock di moneta nazionale; se però la « cooperazione o cartellizzazione delle banche centrali » (p. 18) riesce a realizzare espansioni monetarie parallele e paralleli rialzi dei prezzi, si sfugge a deflussi di oro, perdite di riserve e conseguenti contrazioni dell'offerta di moneta. « In un sistema di cartello fra banche centrali le cose vanno diversamente. Se tutti i paesi cercano di mantenere bassi i tassi d'interesse, nessun movimento internazionale di oro imporrà il ricorso a politiche di risconto più rigide » (p. 19). Queste formulazioni anticipano non solo la sostanza ma anche la forma di asserzioni udite negli ultimi anni settanta, ma devo ammettere che le espressioni "teoria della locomotiva" e "teoria del convoglio" non mi vennero in mente nel 1927.

Le raccomandazioni di politica economica che, da incondizionato antiinflazionista, dedussi dalle mie argomentazioni teoriche, erano l'opposto delle tesi allora dominanti. Poiché il "gold exchange standard" accresceva le riserve lorde dei paesi partecipanti e permetteva espansioni praticamente illimitate delle riserve monetarie, sostenevo che le riserve fossero tenute esclusivamente in metallo aureo. Se questi *stocks* di oro erano tenuti all'estero, avrebbero dovuto essere contrassegnati come *stocks* del proprietario, da non mischiare con gli *stocks* del paese nel quale erano depositati (p. 22). La pratica della maggior parte dei paesi, di tenere le riserve principalmente sotto forma di titoli sugli Stati Uniti, doveva cessare se si voleva che il regime aureo sopravvivesse (p. 23). Il sistema monetario degli Stati Uniti era una moneta « manipolata » (p. 24), e il sistema monetario internazionale era un « dollar exchange standard » (p. 25), una « situazione che non può durare » (p. 25).

Una breve frase, tratta dalla parte storica del libro del '27, dovrebbe essere citata, poiché mostra che ciò che era quasi ovvio per me, come per quasi tutti i miei contemporanei, è così poco compreso oggi, dopo 52 anni. Ho già ricordato che il deprezzamento interno (inflazione dei prezzi) della moneta austriaca, il quale, « come è la regola in fasi avanzate di inflazione, era andato oltre » l'aumento della quantità di moneta, si arrestò nel settembre del 1922, due mesi prima che fosse bloccata l'inflazione della moneta (p. 40). Ogni serio studioso di economia sapeva a quel tempo che, quando l'inflazione si accelera, i cambi aumentano più rapidamente dei prezzi delle merci nazionali, e i prezzi crescono più rapidamente dell'espansione monetaria, anche se tale espansione è la condizione necessaria dell'intero processo.

Il problema del trasferimento (1928 e 1930)

La Germania era riuscita, nel 1924, a introdurre una nuova moneta, il nuovo Reichsmark, del valore di 1.000.000.000.000 di vecchi marchi inflazionati. La nuova moneta era stabile, sia per potere d'acquisto interno sia in termini del dollaro USA. Dopo che il piano Dawes del 1924 ebbe fissato l'ammontare delle riparazioni da pagare alle nazioni vincitrici, il problema del trasferimento divenne oggetto di accese discussioni. Come poteva la Germania convertire le entrate fiscali, raccolte in Reichsmark tedeschi, in oro o in valute estere per pagare le riparazioni? Hjalmar Schacht, che aveva bloccato la stampa di carta moneta e mantenuto tassi di cambio fissi — talvolta con uno "spietato" arresto di tutti i prestiti bancari — ammoniva ora dal ricorrere a prestiti esteri, poiché il rimborso di debiti verso l'estero aggiunto al pagamento delle riparazioni, sarebbe stato un peso insostenibile. Il paese non poteva riuscire a capovolgere la bilancia commerciale e a realizzare un *surplus* d'esportazioni sufficiente a fornire le valute necessarie.¹

Schacht aveva ragione di richiamare l'attenzione sull'eccessivo ricorso al credito da parte delle autorità tedesche (nazionali, statali e locali) e delle istituzioni pubbliche mediante emissioni di obbliga-

¹ HJALMAR SCHACHT, *Eigene oder geborgte Währung* (Leipzig: Quelle, 1927).

zioni all'estero e mediante prestiti ottenuti da banche americane; aveva anche ragione d'ammonire sulle future difficoltà che avrebbe comportato il servizio e il rimborso di questi debiti, soprattutto per il fatto che erano stati assunti per finanziare opere pubbliche improduttive e infruttifere. Ma aveva torto in gran parte delle sue argomentazioni teoriche riguardanti il meccanismo di aggiustamento. Poiché le sue opinioni erano condivise e sostenute da molti esperti dell'amministrazione pubblica e del mondo accademico, io scrissi un articolo per spiegare il processo di aggiustamento e, in particolare, la relazione fra il problema di bilancio (raccolta di fondi mediante imposte interne) e il problema del trasferimento (realizzazione di *surplus* d'esportazione sufficienti a ottenere le valute estere necessarie per i pagamenti). Il mio articolo fu pubblicato alla fine dell'estate 1928 nel periodico dell'Associazione Bancaria Austriaca.⁸

Schacht era edotto del meccanismo di aggiustamento in regime aureo o in regime a "gold exchange"; sapeva che la contrazione dell'offerta di moneta interna poteva provocare un *surplus* d'esportazione con cambi stabili; ma temeva che tale contrazione potesse essere insopportabile. Oggi ammetterei questo punto, ma non lo ammisì nel 1928. Avendo vissuto le inflazioni del dopoguerra, degli anni venti e avendo osservato che una forte volontà politica può arrestare l'inflazione (e perfino provocare contrazioni) e che le sofferenze provocate da misure siffatte sono (o almeno erano) piccole se raffrontate con i danni inflitti dalle iperinflazioni, ero un fanatico antinflazionista, pressoché insensibile ai costi di una deflazione. (Dopo tutto, questi costi sarebbero relativamente piccoli se salari e prezzi fossero sufficientemente flessibili.) Le mie aspre critiche dei timori di deflazione di Schacht erano dovute alla mia inesperienza dei processi deflatori e della rigidità dei salari verso il basso.

Oggi lo ammetto, ma non ripudio l'analisi contenuta nel saggio del 1928. Ritengo ancora che essa sia utile, specie l'esposizione

⁸ "Währung und Auslandsverschuldung: Bemerkungen zur Diskussion zwischen Schacht und seinen Kritikern" (Moneta e indebitamento estero: commenti sul dibattito fra Schacht e i suoi critici), *Mitteilungen des Verbandes Oesterreichischer Banken und Bankiers*, vol. 10 (n. 7-8, 1928), pp. 194-208. Una traduzione piuttosto libera sotto il titolo "Foreign Debts, Reparations, and the Transfer Problem", fu pubblicata nel mio libro *International Payments, Debts and Gold* (New York: Scribners, 1964; London: Allen & Unwin, 1966; edizione accresciuta New York: New York University Press, 1976) pp. 396-416.

del processo di aggiustamento in un regime di cambi fissi; la raccomanderei ancora a studenti, anche se preferibilmente nella versione inglese, nella quale ho attenuato le enunciazioni più insensibili alle conseguenze di contrazioni monetarie. Presentai tre modelli del processo di aggiustamento: per le importazioni di capitali, per i rimborsi di debiti, per i pagamenti di riparazioni. Mostrai dapprima le sequenze per singole ("one-shot") transazioni e quindi le differenze per il caso di movimenti seriali, cioè per continui flussi di capitale o di riparazioni (anticipando taluni aspetti dell'analisi periodale nella teoria del moltiplicatore, di quindici anni dopo). La sequenza "single-shot" per l'importazione di capitali comincia con il ricevimento di fondi esteri e l'acquisto di essi da parte della banca centrale; continua con la connessa espansione della quantità di moneta nazionale e i conseguenti aumenti dei redditi e prezzi, che stimolano le importazioni; termina con l'impiego delle accumulate riserve di valuta estera per pagare le importazioni, con la connessa riduzione della massa monetaria e con il ritorno di redditi e prezzi ai livelli precedenti. La sequenza "single-shot" per i rimborsi di debiti da parte di debitori privati comincia con l'accumulazione di fondi liquidi da parte dei debitori in preparazione del rimborso e con la conseguente riduzione della circolazione attiva di moneta interna; continua con corrispondenti riduzioni di redditi e prezzi, che portano a un declino delle importazioni e incoraggiano le esportazioni; l'incasso di valuta estera per il surplus delle esportazioni e la sua vendita alla banca centrale aumenta la circolazione interna e riporta redditi e prezzi ai livelli precedenti; infine, la valuta acquisita dalla banca centrale è ora disponibile per convertire i fondi interni accumulati per pagare i creditori esteri.

La sequenza "single-shot" per i pagamenti di riparazioni è analoga alla sequenza per i pagamenti di debiti, salvo che i fondi interni sono accumulati non da debitori privati ma dai contribuenti, dall'amministrazione fiscale e dagli operatori incaricati di raccogliere i fondi interni per la successiva conversione in valuta estera.

Le sequenze del modello per flussi seriali di fondi non terminano con il ripristino degli *stocks* monetari, redditi e prezzi interni ai livelli precedenti. Prima che questa fase sia raggiunta, il successivo flusso ripete i passi del precedente, cosicché gli *stocks* di moneta, i redditi e i prezzi rimangono al livello più alto o più basso cui li ha portati l'afflusso o deflusso di fondi. In ogni caso,

è essenziale che le autorità si astengano da politiche di neutralizzazione. Riguardo a rimborsi di crediti esteri, cito dalla versione inglese: se

« una politica compiacente della banca centrale rimpiazza con l'espansione del credito interno il potere d'acquisto ritirato, l'effettiva circolazione e i fondi liquidi dei possibili compratori non vengono ridotti, e non si ha nessuna pressione su redditi e prezzi, nessuna restrizione sul mercato monetario, nessun aumento delle esportazioni, né riduzioni delle importazioni — e nessun trasferimento » (p. 411).

Di nuovo, con riguardo a riparazioni, « il problema del trasferimento è risolto una volta che sia risolto il problema di bilancio, il problema cioè di raccogliere i fondi interni senza ricorrere a creazione di credito » (p. 412). Le qualificazioni che aggiungevo a questa apodittica asserzione non erano, devo ammetterlo, adeguate, poiché avevo ragionato sulla base di ottimistiche ipotesi di flessibilità dei salari e di capacità contributiva (pp. 415-416, pp. 207-208 del testo originale tedesco).

Su un punto importante la storia mi ha dato ragione. Io sostenni che le bilance commerciali erano molto flessibili e potevano subire profondi mutamenti sotto la pressione di flussi di capitale e di appropriate misure monetarie. A mio giudizio:

« ciò è completamente ignorato da tutti quegli economisti che si considerano " revisori ufficiali " dei conti con l'estero, ma ingenuamente credono che si possa estrapolare dalla situazione attuale quella che sarà la situazione futura della bilancia dei pagamenti. Essi fissano lo sguardo, come ipnotizzati, sull'ingente surplus delle importazioni di oggi [1928], senza il quale ritengono che l'economia tedesca non possa vivere. E quindi pongono la retorica domanda di come, con un siffatto disavanzo nella bilancia dei pagamenti, si possa presumere che la nazione paghi i debiti o le riparazioni. Superfluo dirlo, se si prende come un dato inalterabile il surplus di importazioni effettivamente derivato dall'impiego di prestiti esteri, si può giungere soltanto alla conclusione che sono impossibili il rimborso di prestiti o il pagamento di riparazioni. Solo un piccolo gruppo di economisti ha visto la trappola logica. La fallacia dell'autonomia o indipendenza della bilancia commerciale costituisce il difetto fondamentale della teoria semplicistica della bilancia dei pagamenti » (p. 408).

Queste considerazioni furono scritte nel 1928, sei mesi prima che Keynes sostenesse la tesi opposta, e cioè che considerasse la

bilancia commerciale come « una massa vischiosa con forti resistenze interne ». ⁹ La bilancia commerciale della Germania presentò nel 1927 un disavanzo di RM 2.847 milioni; nel 1928 il disavanzo scese a RM 1.230 milioni; nel 1929 scomparve e fu sostituito da un piccolo avanzo di RM 36 milioni; nel 1930 il surplus crebbe a RM 1.642 milioni e nel 1931 a RM 2.872 milioni. Queste cifre mostrano quanto si possa fare in un periodo molto breve, anche se certamente con sacrifici; mostrano anche il rischio di far affidamento sugli "ultimi" dati statistici, come Keynes aveva fatto basandosi sulle statistiche commerciali del 1927, che denunciavano un grosso disavanzo, disavanzo scomparso nel 1929. Keynes sosteneva anche che la Germania non poteva farcela con minori importazioni; di fatto, le importazioni caddero di circa il 23% dal 1929 al 1930, e di un altro 35% dal 1930 al 1931.

Nel 1930 pubblicai un altro articolo, "Transfer and Price Effects", in risposta a un articolo di Gottfried Haberler che aveva lo stesso titolo e che si riferiva pure alla discussione fra Keynes e Ohlin nell'*Economic Journal*. ¹⁰ (Esaminai dapprima i casi limite, in cui i prezzi e le elasticità della domanda rispetto al reddito fossero zero e rendessero impossibile un trasferimento, non importa di quanto venissero cambiando i rapporti di prezzo; e in cui, per contro, le elasticità-reddito potessero esse sole realizzare un trasferimento senza alcuna variazione dei prezzi. Passai poi a considerare gli argomenti che avevano portato Keynes a concludere che il problema del trasferimento potrebbe essere insolubile (o praticamente insolubile) anche quando fosse stato risolto il problema di bilancio. Conclusi che Keynes aveva esagerato le difficoltà; e perorai per una chiarificazione del significato di "difficoltà di trasferimento". Che cosa si doveva intendere? Una variazione sfavorevole nelle ragioni di scambio? Un aumento degli oneri reali del trasferimento a causa di prezzi più bassi? Difficoltà di bilancio (aliquote, introiti fiscali)? Contrasti salariali e scioperi? Disoccupazione provocata da rigidità dei salari nonostante riduzioni della domanda effettiva?

⁹ JOHN MAYNARD KEYNES, "The German Transfer Problem", *Economic Journal*, vol. 39 (marzo 1929), p. 6.

¹⁰ KEYNES, citato nella precedente nota; BERTIL OHLIN, "The Reparations Problem", *Economic Journal*, vol. 39 (giugno 1929), pp. 172-178; GOTTFRIED HABERLER "Transfer und Preisbewegung", *Zeitschrift für Nationalökonomie*, vol. 1 (gennaio 1930) pp. 547-554; FRITZ MACHLUP, "Transfer und Preisbewegung", *Zeitschrift für Nationalökonomie*, vol. 1 (gennaio 1930), pp. 555-560.

Perdite di oro e di riserve valutarie e gravi scarsità di valute, tali da pregiudicare il mantenimento di cambi fissi? Riduzione del tenore di vita? (Al mio appello non si prestò attenzione; e io stesso tentai questa chiarificazione trentatré anni dopo, in un saggio scritto nel 1963 e pubblicato come capitolo XIX nel volume *International Payments, Debts and Gold.*)

In un post-scriptum alla traduzione inglese (1964) dell'articolo del 1930, ammise « con un certo imbarazzo l'eccessiva ortodossia della mia analisi » del 1928 e 1930. E aggiunse:

« Alcuni dei miei estremismi in questo senso sono stati omessi o attenuati nella traduzione per questo volume, ma ne ho lasciati abbastanza per evitare false pretese per ciò che avevo fatto in anni lontani. Se si ritocca troppo, se si dà risalto alle previsioni o anticipazioni corrette, se si sfumano quelle sbagliate, una "riproduzione" di vecchi scritti può dare un'impressione esagerata della saggezza o preveggenza di chi scrive. E' più giustificata la riproduzione di vecchi articoli al fine di mostrare lo sviluppo nel tempo di idee, che non al fine di stabilire priorità o prescienze » (p. 424).

L'eccesso di ortodossia si riferiva, come ho già detto, all'insufficiente riconoscimento dei malanni della deflazione in tempi di « saggi salariali resistenti a pressioni » (p. 424).

Fuga di capitali (1932)

Negli anni venti e nei primi anni trenta divenne sempre più serio il problema dei movimenti di capitali da un paese insicuro a un paese più sicuro, "fughe" motivate principalmente dal timore di controlli più rigorosi su trasferimenti e conversioni, dal pericolo di confische, dall'incombere di oppressioni e persecuzioni politiche. Lo spettro del comunismo o del nazionalsocialismo in Germania aveva ivi reso particolarmente attuale l'argomento delle fughe di capitali. Ne trattai in una conferenza a Francoforte nella primavera del 1932, dal titolo "Teoria della fuga di capitali"¹¹.

Cominciai col distinguere le fonti dei fondi usati per rimesse all'estero e le tecniche impiegate per convertirli in attività tenute

¹¹ "Die Theorie der Kapitalflucht", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 36 (ottobre 1932), pp. 512-529.

all'estero. L'analisi teorica consisteva principalmente nel combinare fonti diverse con diverse tecniche. Le fonti erano: 1) fondi liquidi esistenti; 2) nuovo risparmio; 3) ammortamenti di capitale fisso e liquidazione di capitali d'esercizio; 4) vendita di beni di proprietà; 5) riscossione di crediti; 6) ricorso al credito. Le tecniche di conversione erano: a) invio di moneta nazionale e sua vendita all'estero; b) acquisto di moneta estera sul mercato valutario interno o presso la banca centrale; c) esportazione di merci o servizi e deposito all'estero di una parte dei ricavi; d) acquisto di attività o saldi sull'estero da altri residenti nel paese dell'acquirente (pp. 514-516). Descrissi anche alcune altre tecniche impiegate per aggirare varie restrizioni valutarie, ma rilevai che esse potevano essere incluse in una delle quattro categorie sopra elencate. Osservai che la tecnica d) non implicava un'esportazione netta di capitali, ma soltanto un trasferimento della proprietà di capitali precedentemente esportati (p. 520). Un caso non poté essere facilmente inquadrato nel mio schema: il caso in cui l'esportatore di capitale cambia la sua moneta nazionale contro la moneta estera offerta da un importatore di capitale. Sembrerebbe che qui le due parti scambino soltanto le posizioni come detentori di attività sull'interno e sull'estero; si tratta però di vedere se l'importazione di capitale è stata indotta dalle condizioni dello scambio o se è stata autonoma nel senso che avrebbe avuto luogo anche in mancanza di un'esportazione di capitale. Nel secondo caso, l'offerta di capitale nel paese dell'esportatore si riduce, come avviene nella maggior parte degli altri casi (pp. 520-521).

Esaminai varie conseguenze della fuga di capitali: le differenze provocate nei tassi d'interesse (in Germania 7%, in Svizzera 2%), la situazione di liquidità delle banche (quando importazioni indotte di capitali esteri a breve termine "rimpiazzano" il potenziale capitale a lungo termine che fugge all'estero), la crisi di liquidità del sistema bancario o la minaccia di insolvenza quando i fondi esteri vengono improvvisamente ritirati, la probabilità che la fuga di capitali dia origine a un problema di trasferimento, e via dicendo. Affermai che vi sono limiti "naturali" alla possibile fuga di capitali, salvo il caso in cui la banca centrale permetta un'espansione del credito interno, e così finanzia le esportazioni di capitale (p. 527). In questo caso, la banca centrale fornisce o ricostituisce i fondi interni che cercano di convertirsi in valute estere, e fornisce altresì queste valute, col risultato che non ha luogo nessuna esportazione netta

di capitali (poiché la perdita di riserve monetarie costituisce un'importazione di capitale da parte delle autorità) e, ovviamente, non ha luogo alcun trasferimento reale di risorse:

« Mentre in altri casi [in casi senza creazione di credito interno] la fuga di capitale produce la sua partita compensativa nella bilancia dei pagamenti (sotto forma di esportazioni addizionali) [o di riduzione di importazioni], nel caso di una politica creditizia antideflazionistica la banca centrale deve fornire la partita compensativa (sotto forma di una perdita di riserve valutarie) » (p. 428).

Questo articolo del 1932 non è mai stato tradotto in inglese. Non volli includerlo in nessuna delle mie raccolte di saggi, soprattutto per la politica che implicitamente raccomandava per le banche centrali: di non venire mai in aiuto di banche commerciali colpite da improvvisi ritiri di prestiti esteri. Una posizione così rigida poteva essere giustificata nel caso di banche austriache che, a quanto sapevo, erano cadute in stato di insolvenza, e non soltanto di illiquidità, e che furono salvate dalle autorità monetarie con nuovi crediti della banca centrale, accompagnati da controlli valutari che proibivano il rimborso di prestiti esteri. Ma, come principio generale, la mia posizione del 1932 appare eccessivamente dogmatica e insensibile alle penose conseguenze dei fallimenti bancari per molti settori economici.

Promemoria ufficiali e articoli in giornali (1931-1934)

All'inizio del 1932 fui invitato a presentare un memorandum al comitato economico della Società delle Nazioni sulla crisi monetaria e finanziaria. Lo scrissi in tedesco; ma fu distribuito in francese (forse anche in inglese, sebbene abbia visto soltanto la versione francese) nel giugno del 1932.¹² Il testo originale tedesco fu pubblicato nel 1933 nello *Schmollers Jahrbuch*.¹³

Il memorandum verteva sulla relazione tra crisi economiche e crisi finanziarie, credito a breve termine e indebitamento totale,

¹² "La Crise Monétaire et Financière", Société des Nations, Hors Série 51, Ginevra, 2 giugno 1932.

¹³ "Die Währungs- und Kreditkrise", *Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft im Deutschen Reich*, vol. 57 (n. 3, 1933), pp. 49-64.

bilancia dei pagamenti e sistema monetario internazionale, fuga di capitali e controllo e restrizioni sui mercati valutari, bilance commerciali di paesi debitori, restrizioni alle importazioni da parte di paesi debitori e creditori, redistribuzione delle riserve mondiali di oro, abrogazione in Gran Bretagna del regime aureo e avvenire del "gold exchange standard", deflazione dei prezzi come spiegazione della crisi, ripristino della fiducia. Non occorre dire che il memorandum rifletteva le posizioni che avevo preso nelle mie precedenti pubblicazioni, anche se posso averle formulate con un po' più di moderazione.

Scrissi un altro breve memorandum per la Società delle Nazioni su invito dell'ufficio che si occupava della gestione finanziaria austriaca e del prestito a garanzia internazionale concesso all'Austria. Dopo il crollo del Creditanstalt viennese nel 1931, l'Austria aveva introdotto rigorosi controlli valutari; veniva anche proposta l'imposizione di una moratoria generale per i trasferimenti. Un nuovo consigliere economico del Governo austriaco, Maurice Frère, più tardi governatore della Banca Nazionale del Belgio, stava per assumere il suo incarico a Vienna. I funzionari di Ginevra ritennero che una relazione sul sistema austriaco di controllo valutario potesse essergli utile. Di qui un mio breve promemoria, distribuito in francese.¹⁴ Maurice Frère, molti anni dopo, ricordava quanto avesse apprezzato quest'introduzione ai suoi nuovi compiti. Il mio memorandum sosteneva che l'espansione del credito connessa con l'aiuto concesso al Creditanstalt aveva reso insostenibili i tassi ufficiali di cambio. Mantenere i fittizi cambi con restrizioni dei pagamenti e costosi controlli di tutte le transazioni internazionali era di danno a molti settori economici. Molte attività d'esportazione avevano già ottenuto esenzioni sotto forma di permessi di "accordi privati di clearing", grazie ai quali gli esportatori vendevano i loro ricavi di valuta a importatori austriaci con un premio che giungeva fino al 30% dei cambi ufficiali. Con circa l'80% del commercio estero già trattato ai cambi del mercato libero, non c'era pericolo che la liberalizzazione della quota restante portasse a rialzi dei prezzi delle merci, purché si evitassero ulteriori espansioni del credito. La proposta moratoria dei trasferimenti non era necessaria né desiderabile.

¹⁴ "Réglementation des devises en Autriche", Société des Nations, F/Tres/8, Ginevra. Titolo originale tedesco: "Das Oesterreichische System der Devisenordnung", 5 giugno 1932.

A tassi di cambio appropriati non ci sarebbe stata scarsità di valute; la liberalizzazione dei mercati avrebbe anzi potuto ridurre lo sconto della moneta austriaca rispetto alla sua fittizia parità ufficiale. Da ultimo, proponevo che si permettesse agli esportatori, in via generale, di vendere all'estero con pagamento in moneta austriaca; questa pratica avrebbe rafforzato lo scellino austriaco nei mercati esteri.

Non bastava aiutare funzionari austriaci o internazionali a farsi una migliore idea della situazione economica; era anche necessario educare il pubblico a capire che regolamenti, controlli burocratici, restrizioni non erano la via giusta per affrontare la crisi. L'influenza della stampa quotidiana sull'opinione pubblica fu riconosciuta da un piccolo gruppo di economisti, che si misero d'accordo per fornire ai giornali un flusso di articoli facilmente comprensibili. Ludwig Mises, Gottfried Haberler, Oskar Morgenstern, io e alcuni altri ci riunimmo periodicamente nella casa di Julius Meinl, un grosso importatore di caffè e altri generi alimentari, per discutere i temi più importanti da chiarire in articoli per la stampa quotidiana. Così, tra il settembre del 1931 e il maggio del 1934 pubblicai 148 articoli in giornali austriaci, per lo più nel *Neues Wiener Tagblatt*, dove diedi l'avvio a una colonna settimanale dal titolo "Due minuti d'economia" ["Zwei Minuten Volkswirtschaft"]. La colonna e la maggior parte dei miei articoli erano pubblicati senza il mio nome, ma talvolta con l'indicazione "un industriale", "un esperto finanziario", "un economista", "un esportatore", e così via, indicazioni del tutto veritiere.

Mentre gli amici che sapevano di questo mio lavoro ne comprendevano il valore educativo e mi davano ogni incoraggiamento, almeno un economista accademico usò la mia attività giornalistica come uno dei vari argomenti che oppose alla mia nomina a *Privatdozent* all'università. Il professor Hans Mayer pensava evidentemente che il senato accademico sarebbe stato d'accordo con lui nel considerare scritti divulgativi in quotidiani come indecorosi o disdicevoli per uno studioso dell'Università di Vienna. (La mia domanda fu tenuta in sospeso per due anni; la ritirai nel 1935 quando fui nominato "full professor" all'Università di Buffalo, negli Stati Uniti.) Ho pensato di ricordare quest'esperienza come un'interessante curiosità di vecchi tempi.

La teoria dei cambi (1938-1940)

Dall'ottobre 1933 al gennaio 1935 ebbi una borsa di studio della Fondazione Rockefeller che utilizzai negli Stati Uniti, soprattutto nelle università di Columbia, Harvard, Chicago, e Stanford, in ricerche su argomenti diversi dall'economia monetaria internazionale. Durante la primavera del 1935 insegnai a Harvard, come "visiting professor", in sostituzione del professor John Williams, che era passato alla Federal Reserve Bank di New York. Ripresi l'attività di borsista nell'autunno del 1935 e passai i mesi tra ottobre 1935 e gennaio 1936 in Inghilterra, per lo più a Cambridge, dove Keynes aveva appena finito la sua *General Theory*, e alla London School of Economics, dove ebbi stimolanti discussioni con Robbins, Hayek, Lerner e molti altri economisti. Nel febbraio del 1936 cominciai a insegnare a Buffalo. Le mie pubblicazioni di questi anni e di quelli immediatamente successivi riguardarono vari argomenti; fu soltanto nel 1938 che tornai ai problemi dell'economia monetaria internazionale. Durante la sessione estiva alla Northwestern University cominciai a scrivere il saggio sulla "Theory of Foreign Exchange", che venne pubblicato in due parti in *Economica*¹⁵ nel 1939 e nel 1940.

Definii allora il mio saggio come « essenzialmente un'analisi dell'equilibrio di mercato, un esame minuzioso dell'offerta e della domanda nel mercato delle monete estere, prima con cambi flessibili, poi con cambi fissi » (p. 2). Questa asserzione, insieme con il dichiarato obiettivo « di mostrare come la semplice analisi con curve può essere usata con profitto nella teoria dei cambi » (p. 7), può sembrare che sia d'appoggio a quanti interpretano il mio saggio come il prototipo dell'"approccio dell'elasticità" nell'analisi dei cambi e della bilancia dei pagamenti. Questa interpretazione è errata. In termini di elasticità dei prezzi sono descritti movimenti

¹⁵ "The Theory of Foreign Exchange", Parte I, *Economica*, Nuova Serie, vol. 6 (1939), pp. 375-397; Parte II, *Economica*, Nuova Serie, vol. 7 (1940), pp. 23-49. Riprodotto in Howard S. Ellis e Lloyd A. Metzler (a cura di), *Readings in the Theory of International Trade* (Philadelphia: Blakiston, 1949, Homewood, Ill.: Irwin), Cap. 5, pp. 104-158; anche in FRITZ MACHLUP, *International Payments, Debts and Gold* (New York: Scribners, 1964; New York University Press, 1976), Cap. 1, pp. 7-50; anche in FRITZ MACHLUP, *International Monetary Economics* (London: Allen & Unwin, 1966), Cap. 1, pp. 7-50. Le pagine indicate in questo paragrafo sono quelle del mio volume di saggi.

lungo le curve, ma non movimenti (spostamenti) delle curve. Questi spostamenti delle curve di offerta e domanda, che rappresentano le condizioni del mercato delle valute estere, possono essere causati da mutamenti monetari. Come dissi nella prima pagina del saggio, « un altro suo obiettivo è quello di incorporare nella teoria dei cambi risultati praticamente importanti del recente lavoro nel campo dell'economia monetaria » (p. 7). Per esempio, un'offerta eccessiva di moneta nazionale, causata da un aumento della quantità di moneta o da una flessione della domanda di moneta, sposterebbe la curva di domanda di valuta estera verso destra, e forse verso sinistra la curva di offerta. Pertanto, l'analisi con curve da me proposta può anche essere usata nell'analisi dei cambi e della bilancia dei pagamenti secondo l'approccio monetario.

E' da osservare che l'approccio dell'elasticità è di utilità pratica fin quando è pertinente l'ipotesi di redditi immutati, ma perde un po' della sua concreta rilevanza quando mutamenti monetari portano a notevoli variazioni dei redditi. E' però un errore considerare rivali l'approccio dell'elasticità e l'approccio monetario; ciascuno ha le sue applicazioni. Anche se pare che ai nostri giorni di rapide variazioni degli *stocks* di moneta possa rendere migliori servizi un approccio monetario, un buon pedagogo non sarà così ingenuo da smettere di insegnare le implicazioni di ipotesi "non realistiche". Egli continuerà a discutere di movimenti lungo le curve, anche se crede che gli effetti di spostamenti delle curve siano più importanti nella spiegazione di particolari mutamenti. Egli troverà forse soddisfazione nello stupito interesse dei suoi studenti ad apprendere che un processo di aggiustamento conseguente a un dato evento, poniamo, a un afflusso di capitale estero di un certo importo, può provocare variazioni molto simili nella bilancia commerciale con cambi liberamente flessibili e immutati *stocks* monetari, per un verso, e, per un altro verso, con cambi fissi e *stocks* monetari corrispondentemente aumentati. Questo tipo di insegnamento ha un valore didattico molto superiore a quello che insiste soltanto su ciò che può avvenire quando tutte le ipotesi sono conformi a quelle che si considerano le "effettive" condizioni del mese o dell'anno in cui si vive.

Ho premesso queste osservazioni prima di discutere del saggio *de quo* perché sono seriamente turbato dalle interpretazioni offerte da talune recenti "rassegne" delle teorie in questione. Ma posso

anche notare quanto piacere mi abbia fatto una recente riconsiderazione della validità e rilevanza pratica dell'approccio dell'elasticità nel capitolo inserito da Chipman in un volume curato da Dreyer.¹⁶ Questa riconsiderazione è basata su tale erudizione e sofisticazione matematica che mi sento sopraffatto. Non potrei, per quanti sforzi facessi, riprodurre le argomentazioni di Chipman a sostegno delle mie enunciazioni. Ma, sperando che le giovani generazioni di economisti siano meglio attrezzate a questo fine, raccomando loro di studiare ciò che Chipman dice.

Vengo al mio saggio. Esso procedeva metodicamente da ipotesi in cui le curve sono date e immutate a ipotesi in cui esse si spostano in direzioni più o meno determinate, e infine a ipotesi in cui non si può sapere nulla sulle forme o gli spostamenti delle curve, e quindi sulle più probabili conseguenze di specifici mutamenti e sulle possibili ripercussioni e aggiustamenti. Precisai fin dall'inizio che non parlavo della bilancia commerciale statistica, che riflette solo il passato; una teoria *ex-ante*, che collega i cambi con il commercio estero, deve basarsi su appropriate dimensioni temporali. Al fine di sincronizzare le transazioni nei mercati dei cambi e delle merci, ipotizzai che tutti i contratti siano per consegna futura, ossia, che tutte le vendite e tutti gli acquisti di valuta estera avvengono nel mercato a termine e che tutti i contratti per esportazioni e importazioni sono immediatamente coperti (pp. 9-10). Ciò evita di lavorare con imbarazzanti problemi di "leads and lags". Chiari anche che non si può affrontare il problema dei periodi di aggiustamento nel mercato delle merci se non assumendo forme (elasticità) diverse delle curve di offerta e di domanda di prodotti nel periodo breve, medio-lungo e lungo. Lavorare con un solo insieme di curve — anziché con curve differenti per differenti periodi di reazione — è una semplificazione a fini didattici, che non può essere consentita per spiegare il passato o predire il futuro (pp. 10-11).

Cominciai con l'assumere che tutte le offerte e le domande sul mercato valutario vengano esclusivamente da operatori in merci, con gli esportatori che offrono in vendita valuta estera, mentre gli importatori la richiedono, e nessuno riduce o aumenta le sue di-

¹⁶ JOHN S. CHIPMAN, "A Reconsideration of the 'Elasticity Approach' to Balance-of-Payments Adjustment Problems" in Jacob S. Dreyer (a cura di), *Breadth and Depth in Economics: Fritz Macblup - The Man and His Ideas* (Lexington, Mass.: Heath and Company, 1978), pp. 48-85.

sponibilità di valuta estera o interna, nessuno fa o riceve doni a o da stranieri, nessuno concede, ottiene, ripaga, o riscuote un debito estero, nessuno acquista o vende attività finanziarie da o a residenti di paesi esteri, e nessuno (meno di tutti la banca centrale) acquista o vende oro. In queste ipotesi, è logicamente impossibile un *surplus* o un deficit nella bilancia commerciale, e un completo aggiustamento è conseguito istantaneamente, senza la possibilità di alcun ritardo temporale (p. 11). Se i redditi sono dati e invariabili, le elasticità delle curve di offerta e di domanda sul mercato valutario sono variabili indispensabili nell'analisi degli effetti dei cambiamenti nei gusti, nei costi di produzione, nei dazi doganali e nelle altre barriere al commercio, ecc. Il primo compito consisteva nello spiegare, seguendo l'analisi di Haberler, come queste elasticità derivino dalle elasticità sui mercati delle esportazioni e delle importazioni, e queste, a loro volta, dalle elasticità sui mercati dei beni esportabili e importabili (pp. 12-19).

Il passo successivo consisteva nell'introdurre i movimenti di capitale a lungo termine e i trasferimenti unilaterali. Le altre assunzioni venivano mantenute, in particolare quelle relative all'esclusione di cambiamenti negli *stocks* di moneta estera e interna, e nei prestiti a breve termine. Gli effetti dei pagamenti e delle entrate così introdotti nell'analisi, che siano senza contropartita o in cambio di titoli a lungo termine, sono inequivocabili e istantanei. Il nuovo prezzo della valuta estera e la nuova bilancia commerciale sono determinati necessariamente, in conseguenza delle assunzioni, dalla direzione e dall'ampiezza delle transazioni non in merci e dalle elasticità delle curve di mercato che si suppongono date. Nonostante tutte le tautologie e le ipotesi implicite, questo semplice esercizio chiarisce la possibilità molto importante ma spesso trascurata

« che, in conseguenza di esportazioni di capitale, le importazioni di merci mostrino un aumento in termini di dollari, ma una diminuzione in termini di valuta estera. Gli statistici debbono essere consapevoli di questa trappola quando cercano di "verificare" una caduta delle importazioni dovuta a un aumento delle esportazioni di capitale » (p. 22).

Debbo dire che raramente lo sono.

Con un altro passo, venivano introdotte le "partite invisibili", cioè la vendita e l'acquisto di servizi a e da residenti esteri. Vi sono considerazioni diverse da fare per i diversi servizi (ad esempio,

noli, turismo e redditi da titoli esteri e da investimenti diretti all'estero), e ho spesso tentato, purtroppo senza successo, di persuadere gli statistici a disaggregare i dati. A causa delle sostituibilità e complementarità fra i vari beni e servizi è necessario abbandonare l'assunzione di elasticità di domanda e di offerta date sui mercati valutari; ma, fin quando restano esclusi cambiamenti nell'offerta di moneta, le curve si muoveranno solo di poco in conseguenza degli altri cambiamenti ammessi nel modello (pp. 25-27). A questo punto feci alcune osservazioni riguardo ai limiti della teoria delle parità del potere d'acquisto, in linea con quanto avevo detto nelle mie precedenti pubblicazioni (p. 27).

Nel paragrafo successivo introdussi movimenti d'oro e di saldi esteri in presenza di "gold standard" o di qualsiasi sistema a tassi di cambio ancorati. In tal modo, come dovrebbe essere ovvio a chiunque, non è più applicabile l'approccio basato sulle elasticità perché, se il prezzo dell'oro o della valuta estera sono mantenuti con acquisti e vendite ufficiali, le elasticità di offerta e domanda all'esterno dei punti dell'oro o della ristretta fascia di fluttuazione ammessa sono irrilevanti. Ciò che invece conta sono i cambiamenti nell'offerta di moneta collegati agli interventi ufficiali, e i corrispondenti movimenti nelle curve dovuti all'aumento e alla diminuzione del reddito e della domanda effettiva. Acquista importanza, allora, l'approccio monetario. Naturalmente, i cambiamenti negli *stocks* di moneta operano attraverso redditi e prezzi; di conseguenza, redditi e prezzi relativi sono i fattori che determinano i flussi internazionali di beni e servizi. (Questo è il motivo per cui, molti anni più tardi, ho preferito parlare di prezzi relativi piuttosto che di elasticità: i prezzi relativi conservano un significato quando gli *stocks* di moneta cambiano, mentre ciò non accade per le elasticità di curve di domanda e di offerta "date".) La questione è se considerare le variazioni nella quantità di moneta come variabili indipendenti o come variabili dipendenti determinate da regole fisse di comportamento delle autorità monetarie. Il "gold standard" o il sistema di tassi di cambio fissi prescrivono le regole del gioco; se tali regole vengono osservate, e se non si impone alcuna restrizione discrezionale al commercio e ai pagamenti internazionali, le autorità, acquistando tutta la valuta estera offerta e vendendo tutta la valuta estera domandata ai tassi di cambio fissati, creano la moneta interna che pagano e distruggono la moneta interna che ricevono in cambio della valuta estera.

Gli spostamenti che ne derivano nelle curve di domanda e di offerta di valuta estera non possono essere rappresentati su un diagramma, a meno di non supporre l'invarianza del rapporto tra moneta della banca centrale e offerta totale di moneta, della relazione fra variazioni nell'offerta di moneta e variazioni nel reddito reale, e della relazione fra variazioni nel reddito reale e variazioni nella domanda effettiva di importazioni. Tutte queste assunzioni sono legittime per divertirsi con la teoria monetaria; ma sarebbero poco consigliabili quando si volessero fare previsioni sugli sviluppi effettivi. E' tuttavia possibile, anche senza assunzioni così rigide, spiegare e prevedere in modo sufficientemente accurato il corso degli avvenimenti che costituiscono il processo di aggiustamento. E' sufficiente supporre che le autorità monetarie continuino a rispettare le regole e non le violino controbilanciando i cambiamenti nell'offerta di moneta associati ai cambiamenti nelle riserve auree o in valuta. Fin quando le curve di offerta e di domanda non si sono spostate abbastanza da incrociarsi al livello del tasso di cambio fissato e all'interno della fascia circostante, vi sarà un eccesso di offerta che le autorità debbono assorbire o un eccesso di domanda che debbono soddisfare. Nel corso del processo di aggiustamento, le autorità creeranno o distruggeranno moneta fin quando l'aggiustamento non sarà completo. Il flusso di oro o di valuta estera corrisponde a ciò che in anni successivi è stato chiamato "finanziamento dello squilibrio dei pagamenti"; ma i connessi cambiamenti nell'offerta di moneta, se non controbilanciati dalla politica creditizia interna, finiranno col ristabilire l'equilibrio (p. 31). Il processo di aggiustamento richiede tempo, mentre è istantaneo nel caso di tassi di cambio liberamente flessibili e di invariata offerta di moneta.

Proseguii con l'analisi del funzionamento di vari cambiamenti istituzionali del "gold standard". Un Fondo di Stabilizzazione dei Cambi può detenere saldi sia esteri sia interni per i suoi interventi sul mercato; alternativamente, può prendere a prestito (restituire) moneta interna dalla (alla) banca centrale; o ancora, può prendere a prestito (e viceversa) sul libero mercato monetario. A seconda di queste scelte, si possono avere effetti diversi; anzi, perfino l'assunzione di prestiti sul mercato monetario può avere conseguenze diverse a seconda che i prestiti siano stati concessi da non-banche, da banche commerciali con abbondanti riserve libere, o da banche che non dispongono di molta liquidità (pp. 34-35). Le importazioni

di capitale dall'estero possono allora condurre, in un sistema di tassi di cambio fissi, a una tensione del mercato monetario e non a un aumento dell'offerta di moneta, se la valuta estera proveniente dai prestatori o dagli investitori esteri è acquistata dal Fondo di Stabilizzazione dei Cambi con saldi interni ottenuti in prestito da non-banche o da banche commerciali sovraccariche di prestiti. L'aumento dei tassi di interesse interni nel corso di tale processo può tuttavia portare a mobilitare saldi inattivi (p. 36). Per quanto ne so, queste parti del mio saggio hanno ricevuto pochissima attenzione nella letteratura; sicuramente, non è possibile caratterizzarle come un esempio dell'approccio dell'elasticità.

L'ultima parte del saggio (pp. 39-50) tratta di «speculazione sui cambi e tassi di interesse». In essa abbandonai l'assunzione di stabilizzazione organizzata dei cambi, ma avvertii che «ciò non equivaleva a un ritorno all'assunzione di tassi di cambio [liberamente] flessibili o, meno ancora, all'assunzione di valute indipendenti» (p. 40). L'assunto era che le banche commerciali e gli operatori specializzati in valuta estera, fiduciosi nella latente adesione delle autorità ai principi della stabilità monetaria, intraprenderebbero attività volontarie e informali di stabilizzazione del cambio, almeno nel breve periodo. Incorporai quest'ipotesi nella rappresentazione grafica del mercato valutario, ma mi sentii costretto a porre alcune riserve che mi sembra opportuno ricordare:

«Il grafico è... soggetto a obiezioni di tipo metodologico. In primo luogo, le assunzioni riguardo alle aspettative di cambiamenti [o assenza di cambiamenti] futuri del tasso di cambio sono di un tipo nel caso dell'offerta e della domanda di esportatori e importatori, e di un tipo totalmente diverso nel caso dell'offerta e della domanda degli operatori in cambi... In secondo luogo, offerta e domanda di esportatori e importatori si riferiscono a un *flusso* di valuta estera... mentre offerta e domanda degli operatori in cambi si riferiscono a uno *stock* di valuta estera... La combinazione di tutte queste curve e parti di curve in un unico grafico è, a mio parere, legittima per il breve periodo (ad esempio, per il *periodo* di un mese se le altre curve rappresentano *saggi mensili*)» (p. 41).

Dimostrai poi che le conseguenze monetarie di acquisti e vendite private di valuta estera con variazioni negli *stocks* di valute detenute dipendevano da circostanze quali «la flessibilità dei rapporti delle banche fra riserve e depositi, e la flessibilità delle loro riserve basate su linee di credito; e in secondo luogo, dall'eventua-

lità che i saldi esteri siano o no computati nelle riserve » (p. 42). Tali condizioni differivano da paese a paese e nel tempo. Negli Stati Uniti, all'epoca in cui scrivevo [1938] tali acquisti e vendite private di valuta avevano verosimilmente effetti espansionistici e restrittivi, tranne nei casi in cui gli operatori non-bancari dovevano procurarsi i fondi necessari sul mercato aperto da fonti non-bancarie (p. 43).

Passai poi a considerare la reazione dei tassi di interesse sul mercato monetario a un aumento dell'offerta di valuta estera non assorbita dalla banca centrale, e a un aumento della domanda di valuta estera non soddisfatta dalla banca centrale:

« Se i fondi della banca centrale non vengono impiegati in transazioni per la stabilizzazione dei cambi, un flusso di capitale può condurre a temporanee diminuzioni dei tassi di interesse nel paese da cui il capitale proviene, o a temporanei aumenti dei tassi di interesse nel paese in cui il capitale affluisce. Ciò può sembrare paradossale, ma è tuttavia vero. Se immaginiamo che i capitalisti inglesi comprano titoli americani, invariabilmente associamo questo fatto all'idea che i tassi di interesse sui mercati americani risultano di conseguenza ridotti. Secondo il nostro modo di ragionare abituale, la transazione implica un aumento della domanda di titoli americani, e quindi un aumento dei prezzi dei titoli equivalente a una riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Tuttavia, questo ragionamento è valido (se astraiano da mutamenti nelle aspettative da parte degli investitori nazionali) solo se l'accresciuta offerta di sterline a New York (o domanda di dollari a Londra) conduce ad acquisti di sterline o di oro da parte delle autorità monetarie americane e alla creazione di riserve libere e di saldi liquidi in America. Le cose vanno diversamente se il Fondo di Stabilizzazione dei Cambi, perseguendo una politica di bilanciamento, deve inizialmente procurarsi sul mercato aperto i dollari con cui comprare le sterline, prima che il capitalista inglese possa comprare i titoli americani; o, analogamente, se un operatore o uno speculatore americano deve prendere a prestito i dollari con cui acquistare sterline, prima che l'aumento della domanda di titoli possa divenire effettivo. In questi casi, un aumento della domanda per fondi a prestito precede l'aumento della domanda di titoli; quest'ultima, così, non è altro che la (immediata) riofferta dei fondi a prestito promossa dagli acquirenti di saldi esteri.

Un quadro semplificato di questa situazione può essere il seguente: un capitalista inglese desidera detenere titoli americani a lungo termine ed offre saldi bancari su Londra. Offrendo i saldi in sterline a un basso prezzo in dollari, egli invoglia un operatore americano a detenere saldi bancari su Londra e ad offrire sul mercato propri effetti cambiari. Offrendo tali effetti cambiari ad un

prezzo ridotto, cioè a uno sconto maggiore (si suppone che l'offerta di credito bancario non sia perfettamente elastica), l'operatore invoglia qualche investitore americano a detenere effetti cambiari invece di titoli e saldi inattivi. In tal modo, l'investitore americano otterrà gli effetti cambiari dell'operatore in valuta estera, il capitalista inglese otterrà i titoli americani precedentemente detenuti dall'investitore americano, e l'operatore in valuta estera otterrà dal capitalista inglese i saldi su Londra. Poiché l'impulso a queste transazioni ha inizio con l'offerta da parte del capitalista inglese e prosegue con l'offerta da parte dell'operatore in valuta estera, il prezzo in dollari delle sterline e degli effetti cambiari americani deve declinare. La diminuzione del prezzo degli effetti cambiari, ovviamente, equivale a un aumento del tasso di interesse a breve termine.

In assenza di attriti, questo aumento della domanda di fondi liquidi, e il più elevato tasso di interesse che ciò comporta, invoglierebbero i detentori di titoli a lungo termine e di saldi monetari a trasformare parte dei loro titoli e dei loro saldi liquidi in strumenti di credito a breve termine. Tuttavia, attriti di natura psicologica e istituzionale spesso bloccheranno qualsiasi tendenza alla vendita di titoli e indirizzeranno verso il detesoreggiamento e l'espansione di credito bancario. Ma nella misura in cui l'offerta di prestiti bancari non è perfettamente elastica, l'aumento dei tassi di interesse a breve termine persiste. Nell'esempio precedente i prezzi dei titoli a lungo termine non dovevano cadere (o solo poco o solo per un breve periodo), in parte a causa del detesoreggiamento e della creazione di credito indotti, ma principalmente perché la verosimile maggiore disponibilità degli investitori americani a separarsi dai titoli, indotta dalle condizioni attraenti dei prestiti a breve, era controbilanciata da un aumento della domanda di titoli americani da parte dei capitalisti inglesi. Tuttavia, se l'aumento dell'offerta di saldi in sterline (o di oro) non fosse dovuto a un aumento delle esportazioni di capitale dall'Inghilterra agli Stati Uniti ma a un aumento delle importazioni inglesi di merci dagli Stati Uniti, o a qualsiasi altro pagamento dell'Inghilterra agli Stati Uniti, i prezzi dei titoli americani avrebbero potuto diminuire. L'aumento dell'offerta di saldi in sterline avrebbe condotto, come nell'altro caso, a un aumento della domanda di fondi americani a breve da parte degli acquirenti dei saldi in sterline a buon mercato (operatori in valuta estera, speculatori, o il Fondo di Stabilizzazione dei Cambi), senza che questi fondi venissero poi utilizzati per l'acquisto di titoli offerti dagli investitori americani. I fondi sarebbero andati a coloro che dovevano ricevere pagamenti da operatori esteri, ad esempio a esportatori americani di merci.

E' chiaro, così, che un aumento dei tassi di interesse può derivare da una cosiddetta bilancia dei pagamenti favorevole, se l'aumento dell'offerta di saldi esteri (o di oro) è tratto da fondi diversi da moneta di nuova creazione della banca centrale. Viceversa, una caduta dei tassi di interesse può derivare da una cosiddetta bilancia dei

pagamenti sfavorevole se l'aumento nella domanda di saldi esteri (o di oro) è soddisfatto con vendite che liquidano attività estere di individui, imprese e banche commerciali invece di distruggere moneta della banca centrale » (pp. 46-47).

Con questa analisi credo di avere anticipato molto di ciò che circa trent'anni più tardi ha suggerito l'approccio dell'aggiustamento di portafoglio. Ricordo questo fatto soprattutto per sottolineare ancora una volta che molti degli approcci considerati come rivali sono in realtà complementari, e che la loro applicabilità dipende dalla situazione prevalente: l'approccio dell'elasticità è appropriato quando i cambiamenti nelle variabili monetarie sono trascurabili; l'approccio monetario è appropriato quando le banche centrali modificano in misura considerevole l'offerta di moneta; l'approccio di portafoglio, infine, è appropriato quando le banche commerciali e le non-banche che detengono attività monetarie sono attivamente impegnate nel finanziamento di transazioni con l'estero.

Nelle ultime pagine dell'articolo discussi gli effetti della speculazione "basata su aspettative definite" da un lato, e della speculazione più "erratica" dall'altro lato, sia da parte di operatori in valuta estera, sia da parte di operatori in merci (p. 48). Conclusi che

« l'analisi di breve periodo diviene... impossibile se cambiamenti rapidi, erratici e imprevedibili delle aspettative rendono quasi tutti speculatori.¹⁷ L'analisi teorica è in questo caso più o meno limitata al lungo periodo, e naturalmente perde parte della sua importanza: scompare la sua immediata applicabilità a fatti correntemente osservabili » (p. 49).

Sono di quest'opinione ancor oggi, 41 anni dopo averla espressa. Ma oggi aggiungerei che il mio scetticismo è anche maggiore per quanto riguarda l'analisi empirico-statistica di breve periodo. Mi sembrano futili la maggior parte dei tentativi di utilizzare, per l'analisi econometrica dei tassi di cambio e dei saldi dei pagamenti con

¹⁷ Forse posso aggiungere ora, nel 1980, un commento a questa affermazione riguardo ai cambiamenti "erratici" nelle aspettative. L'analisi economica presenta le complicazioni meno gravi se si può ragionevolmente supporre che tutti o la maggior parte degli agenti economici si attendono che i prezzi (i saggi) attuali restino invariati; è ancora possibile se si possono supporre aspettative di prezzi in continuo movimento nella stessa direzione e allo stesso ritmo rilevato nel periodo precedente, o aspettative che i prezzi torneranno a qualche precedente livello; diviene troppo confusa e inestricabile se le aspettative differiscono tanto che non è possibile descriverne la dispersione e se, per di più, cambiano di giorno in giorno o di ora in ora.

l'estero, serie di dati statistici giornalieri, mensili, trimestrali o anche annuali per periodi in cui hanno luogo processi inflazionistici, cambiamenti erratici nelle aspettative, e sostanziali transazioni speculative. Non dobbiamo fidarci dei "risultati" di tali analisi, né azardare previsioni basate sulla stima dei coefficienti.

Alcune osservazioni

Il commento con cui ho concluso il paragrafo precedente può essere facilmente frainteso come un attacco alla ricerca empirica. Ma il fatto di aver indicato l'impossibilità di una *teoria* di breve periodo dei « cambiamenti erratici e imprevedibili nelle aspettative » dovrebbe salvare sia il lettore sia me da un'interpretazione avversa solo all'analisi *empirica*. Quando gli operatori sui mercati valutari sono tormentati da notizie e voci contraddittorie parecchie volte nel corso di una giornata o di una settimana, nessuno può ragionevolmente attendersi una certa regolarità nelle osservazioni registrate. In assenza di regolarità, né l'analisi teorica né quella empirica possono fornire valide intuizioni.

Il mio commento su "I miei primi lavori su problemi internazionali" ha riguardato i miei scritti fra il 1923 e il 1940, un periodo di 17 anni, incluso fra le due guerre. Intendo portare avanti la rassegna del mio lavoro sull'economia monetaria internazionale; in effetti, ho già pronto molto materiale, che spero di pubblicare in futuro. Vi saranno sezioni sulle politiche dell'oro, sul moltiplicatore del commercio estero, sulla scarsità di dollari, sugli effetti del deprezzamento monetario e della svalutazione, sulla creazione di liquidità, ancora sul problema dei trasferimenti, sugli incontri del Gruppo di Bellagio, sulla teoria dei fabbisogni di riserva e su vari altri fatti e misfatti dei miei 55 anni di coinvolgimento nello studio dei problemi monetari internazionali. Può anche accadere che 55 non sia la cifra definitiva.

Fritz Machlup