

La « proposta del cambio di riferimento » e la recente esperienza

Una diffusa « fluttuazione controllata » o « manovrata » (« managed floating ») dei tassi di cambio cominciò nel marzo del 1973. Da allora è stata espressa ripetute volte la preoccupazione che i tassi di cambio potessero essere deliberatamente manipolati in modi dannosi per gli interessi — o incompatibili con le politiche valutarie — di altri paesi. È venuta quindi crescendo l'attenzione dedicata alla ricerca di regole cui sottoporre gli interventi di controllo della fluttuazione da parte delle principali nazioni industriali. E varie proposte sono state formulate in materia da economisti. D'altra parte, fin dal giugno del 1974 direttive provvisorie erano state emanate per la fluttuazione controllata dai direttori esecutivi del Fondo Monetario Internazionale; direttive integrate nell'aprile del 1977 da una « decisione » dei direttori suddetti riguardante principi e procedure da servire come guida per i paesi membri e per l'esercizio dei poteri di « sorveglianza » del Fondo sulle pratiche valutarie dei paesi membri. (Questa decisione è stata presa in ossequio al disposto dell'articolo IV del « secondo emendamento » dello Statuto del Fondo, in vigore dal 1° aprile 1978.)

Scopo del nostro articolo è, in primo luogo, esaminare le varie proposte avanzate per regolare l'attività di controllo della fluttuazione; considerare quindi, alla luce di tali proposte, la recente esperienza monetaria internazionale; e infine completare l'elaborazione della nostra proposta del « tasso di riferimento ». ¹

¹ A tale proposta aveva aderito JOHN WILLIAMSON in uno studio pubblicato in questa *Rivista* nel giugno 1975 (« Il futuro regime dei tassi di cambio », p. 133 e segg.).

I. Le proposte

Approcci generali

Diversi approcci o strategie generali per il controllo della fluttuazione possono essere individuati nelle recenti discussioni e decisioni. Uno di questi approcci mira a stabilire "norme" od "obiettivi" ("targets") per i tassi di cambio e a fissare "regole" alla luce delle "norme" prescelte; con un termine piuttosto fuorviante (per le ragioni che vedremo) lo si è chiamato il "targets approach". Un secondo approccio vorrebbe limitare il controllo dei cambi a contrastare o moderare, ma non a neutralizzare completamente, le pressioni del mercato sul tasso di cambio; si potrebbe chiamarlo l'approccio "contro vento". Un terzo approccio suggerisce di concentrare la politica valutaria nell'impedire o moderare violente, irregolari e sconvolgenti fluttuazioni a breve termine dei cambi, cioè, in sostanza, nel "mantenere ordinate condizioni di mercato"; è un approccio che di solito è raggruppato con l'approccio "contro vento", e così noi faremo nel nostro esame.

Le "direttive" del Fondo "per la gestione di tassi di cambio fluttuanti" di fatto incorporavano tutte e tre queste strategie.² Le prime tre "direttive" corrispondono rispettivamente alla terza, seconda e prima strategia. La maggior parte, peraltro, delle proposte avanzate da economisti possono essere classificate sotto il primo o il secondo approccio.³

La politica valutaria, intesa in senso lato, comprende tutti i provvedimenti presi dalle autorità al fine di influenzare i tassi di cambio direttamente o indirettamente. Ma la maggior parte delle proposte di regole per controllare la fluttuazione si limita a interventi ufficiali nel mercato dei cambi, e non prende in considerazione politiche che solo indirettamente incidono sui cambi. Le direttive del Fondo, invece, si applicano esplicitamente non solo ad interventi nel mercato dei cambi a pronti, ma anche ad "altre politiche che esercitano un effetto temporaneo sulla bilancia dei pagamenti e quindi sui cambi e che sono state adottate a questo scopo. Tali politiche possono assumere la forma di interventi ufficiali nel mercato

² IMF Survey, June 17, 1974, pp. 181-3.

³ Il terzo approccio è anche implicitamente incorporato nel "Text of Executive Directors' Decisions on Exchange Rate Policy Surveillance", testo emanato il 29 aprile 1977. V. IMF Survey, May 2, 1977, pp. 131-2.

dei cambi a termine, di assunzioni di debiti o di concessioni di prestiti, di restrizioni dei movimenti di capitale, di mercati separati per le operazioni in conto capitale, di misure fiscali di vario tipo, e altresì di politiche monetarie o dei tassi d'interesse".⁴

Il "targets approach": proposte alternative

(1) Il primo esempio del "targets approach" fu la proposta di "tassi di riferimento" ("reference rate proposal"), presentata dagli autori di questo articolo in un contributo⁵ alla "Conference on World Monetary Disorder", tenuta presso la Pepperdine University nei giorni 23-25 maggio del 1974. Questa proposta suggerisce di fissare, per i singoli paesi, tassi di riferimento consistenti nelle stime correnti dei tassi di cambio "d'equilibrio", e di introdurre due regole: (a) a nessun paese sarebbe consentito di vendere la propria moneta a un prezzo inferiore al valore più basso di una ristretta fascia contornante il tasso di riferimento o di comprare la propria moneta a un prezzo superiore al valore più alto della fascia; (b) la struttura dei tassi di riferimento verrebbe sottoposta a periodiche revisioni secondo procedure da concordare in campo internazionale.

I tassi di riferimento non sono da considerare valori di parità da difendere o obiettivi da raggiungere. Sono semplicemente punti di riferimento verso cui i singoli paesi sarebbero *autorizzati* a spingere i tassi di mercato con interventi ufficiali e dai quali non devono allontanarli con analoghi interventi. Nessun paese sarebbe *obbligato* a intervenire nel mercato dei cambi. Se pertanto i tassi di riferimento sono ragionevoli approssimazioni dei veri tassi di equilibrio, gli interventi nel mercato dei cambi non possono essere di tipo competitivo o aggressivo, tali da provocare o accentuare movimenti di distacco dai tassi di equilibrio o da mantenere tassi di mercato sopravvalutati o sottovalutati. Si creerebbero inoltre condizioni favorevoli a una speculazione stabilizzatrice: giacché, se i tassi di mercato si allontanassero dai tassi di riferimento, gli speculatori saprebbero che ogni futuro intervento ufficiale potrebbe essere soltanto nel senso di rispingere il tasso di mercato verso il tasso di riferimento. Saprebbero anche che un'eventuale revisione dei tassi di riferimento

⁴ IMF Survey, June 17, 1974, p. 183.

⁵ "The Management of Floating Exchange Rates", in P. M. Boarman and D. G. Tuerck (eds.), *World Monetary Disorder* (New York, 1976). La proposta fu ulteriormente da noi discussa nello studio "Managing the Managed Float", pubblicato tra i *Princeton Essays in International Finance*, No. 112 (October 1975).

non comporterebbe necessariamente un particolare livello dei tassi di mercato.

John Williamson⁶ ha posto in risalto due ulteriori benefici potenziali della proposta di tassi di riferimento. Essa faciliterebbe il raggiungimento di intese per obbligatori regolamenti con attività di riserva e per interventi con monete multiple. Egli giudica desiderabili questi due sviluppi, che ridurrebbero le asimmetrie dell'attuale sistema di fluttuazione controllata.

(2) La direttiva n. 3 del Fondo per la fluttuazione, pubblicata il 17 giugno 1974, ha offerto il secondo esempio del "targets approach". Essa presenta alcune somiglianze con la proposta di tassi di riferimento, ma ne differisce per diversi aspetti. La direttiva non è di tipo cogente. Un paese membro può, con il permesso del Fondo, stabilire una "zona obiettivo di tassi" (nell'ambito di ragionevoli stime della "notma a medio termine" per il tasso di cambio *de quo*) e agire aggressivamente per spingere il suo tasso di mercato verso quella zona. Se il suo tasso di mercato si è scostato troppo dalla zona suddetta, il paese membro può anche essere incoraggiato dal Fondo (a) a non moderare movimenti verso la zona stessa, oppure (b) ad agire per moderare un ulteriore allontanamento dalla zona. Ma non c'è, nelle direttive del Fondo, alcuna disposizione che preveda regolari riesami e, se necessario, revisioni della zona obiettivo.

(3) Un'altra proposta che rientra nel "targets approach" è il *Piano Optica*, informato al principio della parità dei poteri d'acquisto.⁷ Il piano suggerisce di stabilire, per ogni paese partecipante, un tasso di riferimento, con piccoli margini ai due lati. Il tasso di riferimento verrebbe periodicamente modificato in proporzione alla variazione subita da una media mobile del suo indice effettivo di parità di potere d'acquisto (indice calcolato dividendo l'indice dei prezzi in grosso del paese in questione per una media ponderata degli indici dei prezzi in grosso dei paesi concorrenti; i pesi sarebbero quelli usati per calcolare il tasso di cambio effettivo). All'inizio di ogni periodo (mese o trimestre) le autorità di ogni paese calcolerebbero l'entità dell'apprezzamento o deprezzamento del tasso di riferimento rispetto al periodo precedente. Le autorità di un paese

⁶ *Op. cit.* Si veda anche, di WILLIAMSON, *The Failure of World Monetary Reform 1971-1974* (New York, 1977), Cap. 8.

⁷ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Inflation and Exchange Rates: Evidence and Policy Guidelines for the European Community* (Brussels, 1977), Cap. 2.

che avesse un tasso di inflazione relativamente alto — e quindi un tasso di riferimento che si deprezza — sarebbero richieste di difendere il punto più basso della fascia, mentre non potrebbero intervenire per impedire un apprezzamento del tasso di mercato al di sopra del punto superiore della fascia se le pressioni del mercato così imponessero. Per converso, nel caso di una moneta il cui tasso di riferimento si apprezzasse, le autorità difenderebbero il punto superiore della fascia, ma non interverrebbero a sostegno del punto inferiore.

Le regole del Piano Optica mirano a impedire che le monete si deprezzino o si apprezzino per valori superiori alle variazioni relative delle parità di potere d'acquisto, e pertanto ad evitare movimenti a spirale dei cambi-salari-prezzi, che gli autori del piano considerano come il pericolo centrale di un sistema di tassi di cambio fluttuanti. Il piano — che ha come scopo collaterale quello di ridurre la disparità dei tassi di inflazione dei paesi membri — è diviso per la Comunità Europea, ma potrebbe avere un'applicazione più ampia. Esso non prende in specifica considerazione il problema di una gestione competitiva dei cambi ma potrebbe essere adattato ad affrontarlo.

"Leaning against the wind": variazioni su un tema

La tesi basilare dell'approccio "contro vento" — che cioè l'attività d'intervento debba contrastare, ma non neutralizzare completamente o rovesciare le pressioni del mercato — caratterizza in senso lato le politiche valutarie dei maggiori paesi industriali a partire dal marzo 1973. Il dibattito in materia è quindi consistito, in genere, nel suggerire specifiche salvaguardie e modificazioni di pratiche in atto. Tre contributi possono essere ricordati.

(1) La direttiva n. 2 del Fondo autorizza un paese membro a moderare le pressioni sul proprio tasso di cambio su una base "mensile o trimestrale" e lo incoraggia a farlo quando le pressioni sono riconosciute temporanee. Nello stesso spirito, afferma che un paese membro non debba normalmente seguire il vento ("lean with the wind") accentuando i movimenti del mercato. La più recente "decisione" dei direttori esecutivi del Fondo sulla "sorveglianza" della politica monetaria si preoccupa principalmente di impedire eccessivi interventi "contro vento". Così, le circostanze che richiedono una "discussione" tra il Fondo e un paese membro (per esempio, forti e persistenti interventi in una direzione o mutamenti, motivati da

considerazioni di bilancia dei pagamenti, nelle restrizioni di flussi di capitale o di transazioni correnti) implicano tutte tentativi sistematici di influenzare i tassi di cambio. Le sole circostanze esplicitamente menzionate nelle quali un intervento *dovrebbe* aver luogo sono quelle che richiedono di "contrastare condizioni disordinate" del mercato.

In generale, la "decisione sulla sorveglianza" sembra riflettere l'accettazione per un futuro indefinito della fluttuazione controllata e pertanto la preoccupazione di limitare abusi, come un'eccessiva attività d'intervento "contro vento"; per contro, le precedenti direttive sembravano sperare nel ritorno a un modificato sistema di parità fisse ma aggiustabili ("adjustable pegs"). L'esatta situazione è resa ambigua dalla dichiarazione del Fondo "che le direttive per la fluttuazione stabilite dai direttori esecutivi resteranno in vigore sotto tutti gli aspetti nei quali sono compatibili con la nuova decisione".⁸

(2) Un diffuso contributo a sostegno dell'approccio "contro vento" è fornito da Richard Cooper, che basa la sua tesi sull'opinione che "noi non conosciamo quale è il tasso di cambio d'equilibrio in un determinato periodo, ma che è probabile che non lo conosca nemmeno il mercato. Le autorità monetarie intervengono pertanto per impedire rapidi movimenti dei cambi, salvo quando questi siano chiaramente giustificati dalle sottostanti condizioni economiche".⁹ Cooper riconosce la difficoltà di distinguere movimenti dei cambi che richiedono interventi da quelli che non li richiedono. Ed è anche conscio del pericolo che eccessivi interventi "contro vento" mantengano il tasso di cambio eccessivamente basso o eccessivamente alto. Al riguardo egli suggerisce un metodo di correzione. Se, per esempio, un tasso di cambio fosse tenuto eccessivamente basso, si verificherebbero aumenti delle riserve del paese interessato superiori alle variazioni prestabilite come obiettivo. In tal caso quel paese dovrebbe, secondo determinate direttive, vendere le riserve eccedenti ogni qual volta potesse farlo senza provocare disordini nel mercato dei cambi.¹⁰

⁸ IMF Survey, May 2, 1977, pp. 129, 136.

⁹ R. N. COOPER, "Exchange Rate Surveillance", in *The New International Monetary System* (edited by R. A. Mundell and J. J. Polak, New York, 1977), pp. 77-78.

¹⁰ Questo suggerimento non è nuovo. È, in sostanza, una versione della tesi americana favorevole a "indicatori oggettivi" nei negoziati del Comitato dei 20. Un suggerimento analogo era stato proposto da R. F. MIKESSELL e H. N. GOLDSTEIN, in "Rules for a Floating-Rate Regime", *Princeton Essays in International Finance*, No. 109 (April 1975).

Ciò spingerebbe il cambio nella direzione nella quale stava in precedenza spingendolo il mercato.

(3) Paula Tosini¹¹ ritiene utile l'approccio "contro vento" nel caso di movimenti del cambio di cui appare probabile il rovesciamento entro un tempo ragionevole. Peraltro, nel caso di "evidenti movimenti in una sola direzione prolungantisi oltre l'orizzonte" — se e quando possono essere accertati —, essa ammette che una politica siffatta potrebbe non essere appropriata. Essa considera la politica "contro vento" come particolarmente utile a minimizzare la possibilità di interventi aggressivi: poiché comporterebbe l'obbligo, che potrebbe essere reso esplicito, di contrastare anziché rafforzare movimenti dei cambi, di ridurre piuttosto che neutralizzare le pressioni del mercato, e di intervenire con analoga forza quando i cambi si muovono sia al ribasso sia al rialzo.¹² Per un'effettiva osservanza di obblighi di questo tipo sarebbe necessario che i governi si scambiassero dati tempestivi sulle variazioni delle riserve e sugli interventi nel mercato. Operazioni "contro vento" sarebbero anche la regola, fin dove possibile, per misure ufficiali sia dirette sia indirette volte a influenzare il tasso di cambio.

Abbiamo esaminato i due principali approcci suggeriti per regolare la fluttuazione controllata. Ovviamente, non si deve concludere che l'uno sia completamente distinto dall'altro. Secondo la proposta del tasso di riferimento, per esempio, un paese può agire "contro vento" se così decide, ma solo in un'unica direzione in un determinato tempo (a meno che il tasso di mercato si trovi entro la fascia del tasso di riferimento). Così, se il tasso di mercato è sotto il tasso di riferimento, le autorità potrebbero contrastare soltanto pressioni al ribasso sulla loro moneta. Per converso, se il tasso di mercato è al di sopra del tasso di riferimento, potrebbero contrastare solo pressioni al rialzo. In breve, potrebbero contrastare solo pressioni tendenti ad allontanare il tasso di mercato dal tasso di riferimento, non quelle tendenti ad avvicinare i due tassi. Invece, un complesso di regole basate sull'approccio "contro vento" autorizzerebbe (obbligerebbe o incoraggerebbe) un paese a contrastare pressioni in ambedue le direzioni, senza riguardo alla posizione in cui

¹¹ In "Leaning Against the Wind: A Standard for Managed Floating", *Princeton Essays in International Finance*, No. 126 (Dec. 1977).

¹² A quest'ultimo proposito, P. Tosini fa un'eccezione, già incorporata nella direttiva 4 del Fondo: interventi asimmetrici sarebbero permessi in casi in cui un dato paese volesse correggere livelli di riserve eccessivamente bassi o eccessivamente alti.

si trova il tasso di mercato. Regole del genere, che tentassero di distinguere movimenti richiedenti interventi da movimenti per i quali interventi non sarebbero appropriati, implicherebbero, ovviamente, valutazioni non sostanzialmente diverse da quelle necessarie per stabilire "norme" o "obiettivi".

Cooper e Tosini hanno ambedue asserito¹³ che il "targets approach" è più vicino all'estremo di parità fisse modificabili in uno spettro lungo il quale l'approccio "contro vento" è più vicino all'estremo della fluttuazione pura. Questa asserzione è falsa. La proposta del tasso di riferimento non impone, per esempio, alcun intervento e mira piuttosto a proibire certi tipi di intervento, mentre l'approccio "contro vento" richiede, o almeno incoraggia fortemente, una sistematica resistenza alle pressioni del mercato.¹⁴ Purtroppo, quella sconcertante asserzione ha più che un'importanza semantica. Giacché è sorta l'errata opinione che il "targets approach" tenti di risuscitare le caratteristiche più impraticabili del defunto sistema delle parità fisse aggiustabili e sia perciò viziato dagli stessi difetti — come la riconosciuta difficoltà di prevedere tassi di cambio d'equilibrio e l'impossibilità di difendere parità non credibili in presenza di ingenti masse di capitali molto liquidi.

II. Aspetti della recente esperienza

Esaminiamo ora gli aspetti generali dell'esperienza della fluttuazione controllata negli ultimi anni e le politiche valutarie seguite dai principali paesi industriali dopo il marzo 1973.

Recenti politiche dei cambi

In generale, gli interventi nel mercato dei cambi sono stati molto importanti in questi anni di fluttuazione controllata. Diversi studi hanno rivelato come essi siano diminuiti di ben poco, se pure sono diminuiti, nella prima fase della fluttuazione rispetto al periodo delle parità fisse.¹⁵ E di diminuzione non si può parlare per il periodo a noi più vicino.

¹³ COOPER, *op. cit.*, p. 74; TOSINI, *op. cit.*, p. 1.

¹⁴ Per questo, come avvertivamo, il termine "targets approach" è fuorviante.

¹⁵ Cfr. J. WILLIAMSON, "Exchange-Rate Flexibility and Reserve Use", in *The Scandinavian Journal of Economics*, No. 2, 1976, pp. 327-39; E. C. Suss, "A Note on Reserve Use Under Alternative Exchange Rate Regime", in *IMF Staff Papers*, July 1976, pp. 387-94; W. M. BROWN, "World Afloat: National Policies Ruling the Waves", *Princeton Essays in International Finance*, No. 116 (May 1976).

Da paese a paese, però, le politiche dei cambi hanno assunto caratteristiche notevolmente diverse. In primo luogo, vario è stato il *grado* di controllo (o manovra) dei tassi di cambio. Così, gli Stati Uniti hanno seguito una politica relativamente passiva. I loro interventi sono stati limitati, anche se sono un po' cresciuti dall'inizio del 1978. All'altro estremo, la Gran Bretagna, l'Italia e il Giappone hanno adottato attive politiche d'intervento per quasi tutto il periodo. I paesi del "Serpente" europeo hanno pure dovuto intervenire, e talvolta su larga scala, per mantenere le loro monete entro il "Serpente", ma, seguendo la Germania, hanno permesso, in generale, che esse fluttuassero congiuntamente con relativa libertà rispetto al dollaro e alle altre monete "esterne". In secondo luogo, varia è stata la combinazione delle misure impiegate per influire sui tassi di cambio. Taluni paesi sono ricorsi a interventi diretti nel mercato dei cambi (per esempio, Stati Uniti e Germania) più intensamente che ad altri strumenti, di uso relativamente più largo in altri paesi: controlli sui movimenti di capitali (per es., Giappone e Svizzera), politica monetaria (per es., Gran Bretagna), assunzione di prestiti all'estero (per es., Gran Bretagna e Italia). In terzo luogo, certi paesi hanno operato per gran parte del periodo per contrastare pressioni al rialzo sulle loro monete — esempi tipici, Svizzera e Germania —, mentre altri paesi, particolarmente l'Italia e la Gran Bretagna, hanno per lo più operato per sostenere le loro monete di fronte a pressioni al ribasso. Infine, diversi paesi hanno mutato la struttura delle politiche di controllo nel corso del periodo. Così, nei primi due anni di fluttuazione la Svizzera si era del tutto astenuta da interventi ufficiali nel mercato dei cambi, e si era affidata soprattutto al controllo dei movimenti di capitali; in seguito ha impiegato ambedue gli strumenti. La Francia si ritirò dal "Serpente" nel gennaio del 1974, vi rientrò nel luglio del 1975, e ne uscì di nuovo nel marzo del 1976. E così via esemplificando.

Nonostante i divari, vi sono state anche evidenti similarità di condotta fra i paesi industriali. In tutti i casi, uno degli obiettivi degli interventi nel mercato dei cambi è stato quello di combattere condizioni di disordine del mercato effettive o imminenti. Su interventi di questo tipo l'accordo è generale da tempo. Fin dal marzo del 1973 il comunicato della riunione ministeriale di Parigi del Gruppo dei Dieci e dei paesi della CEE affermava che ministri e banchieri centrali "concordavano in linea di principio sull'utilità di interventi ufficiali, in momenti appropriati, per facilitare ordinate

condizioni". Questa linea di condotta veniva riaffermata in una riunione a Basilea di banchieri centrali nel luglio del 1973, e, nuovamente, nella Dichiarazione di Rambouillet del novembre del 1975. Essa, come si è notato, è stata anche inserita nelle direttive del Fondo per la fluttuazione e nella sua decisione riguardante la "sorveglianza" sulla fluttuazione.

Inoltre, quasi tutti i paesi industriali hanno seguito una comune strategia di attività "contro vento" di fronte a forti, unidirezionali pressioni nel mercato dei cambi persistenti per periodi di una certa lunghezza, senza cercare in genere di stroncare tendenze di fondo. Hanno così agito, *lato sensu*, in conformità alla direttiva n. 2 del Fondo, sebbene tale direttiva sia permissiva, non cogente. Un recente studio econometrico sulla politica giapponese d'intervento dal marzo 1973 all'ottobre 1976 conferma che tale politica è stata di questo tipo.¹⁶ Senza dubbio, ricerche analoghe per altri paesi industriali darebbero risultati similari, anche se i vari paesi hanno operato "contro vento" con diversa intensità e talvolta in modo asimmetrico in periodi di pressioni del mercato al rialzo e al ribasso.

Tipica fra le dichiarazioni che suffragano l'opinione che le principali banche centrali hanno agito in conformità con le direttive 1 e 2 del Fondo è quella resa nel 1975 dalla *Bundesbank*: "Nella sua politica d'intervento la *Bundesbank* ha seguito il principio che gli interventi debbano essere fatti soltanto allo scopo di mantenere 'ordinate condizioni di mercato', e che tendenze di fondo del mercato non devono (e non possono) essere combattute. Peraltro, gli interventi non sono soltanto serviti a mantenere ordinate condizioni di mercato e a impedire turbolente fluttuazioni giornaliere del cambio. Si è anche tentato di moderare eccessive fluttuazioni del marco tedesco rispetto al dollaro per estesi periodi di tempo".¹⁷

Nondimeno diversi paesi hanno, in certe occasioni, operato "contro vento" in tale misura da ledere quel principio e da suscitare talvolta risentimenti nei rapporti internazionali. Così, sia il Giappone sia la Gran Bretagna hanno in certi periodi neutralizzato le pressioni di mercato per mesi; e nel 1977 la Svizzera, la Gran Bretagna, il Giappone e la Germania, nonostante apprezzamenti delle loro monete rispetto al dollaro, hanno agito "contro vento"

¹⁶ P. J. QUIRK, "Exchange Policy in Japan - Leaning Against the Wind", in *IMF Staff Papers*, Nov. 1977, pp. 642-64.

¹⁷ *Annual Report of the Bundesbank*, 1974, p. 60.

molto più vigorosamente di quanto sembrasse giustificato alla luce delle pressioni al rialzo sulle loro monete e praticato quindi politiche dei cambi che potrebbero dirsi di tipo aggressivo. Talché di recente una pubblicazione bancaria americana concludeva:

"La recente esperienza indica che le autorità europee e giapponesi sono restie a lasciar apprezzare le loro monete in misura superiore a quella necessaria a neutralizzare le differenze nei tassi di inflazione. Evidentemente non vogliono concedere agli Stati Uniti un vantaggio concorrenziale ampio abbastanza da accrescerne la quota sui mercati mondiali d'esportazione e da aiutarli a pagare l'aumento delle importazioni nette di petrolio dai pochi miliardi di dollari dell'inizio degli anni settanta ai circa 43 miliardi annui attuali. In altre parole, i tassi di cambio sono solo nominalmente fluttuanti. In realtà sono pesantemente controllati. Questo controllo ha limitato il ruolo degli aggiustamenti dei cambi nel ridurre gli squilibri dei pagamenti internazionali. L'attuale situazione appare quindi in contrasto con le intese raggiunte a Rambouillet nel novembre del 1975 e con l'articolo IV riveduto dello Statuto del Fondo Monetario".¹⁸

Dall'esame dei fatti non sembra risultare che la politica dei cambi di qualcuno dei paesi industriali sia stata guidata da un "targets approach", o che abbia operato qualcosa di simile alla direttiva 3 del Fondo. Senza dubbio, singoli paesi hanno avuto precise opinioni, in dati momenti, su ciò che avrebbero dovuto essere i loro tassi di cambio, o la zona di fluttuazione del cambio; e può darsi che in taluni casi si siano trovati d'accordo con il Fondo su questi punti. Certi grandi paesi — lo si è appena ricordato — hanno perfino, in dati periodi, mantenuto fissi i loro tassi di cambio rispetto al dollaro. Ma ciò non può dirsi prova sufficiente di una strategia informata a un "targets approach".¹⁹

Politiche dei cambi aggressive

Una grave preoccupazione da tempo espressa dai fautori di parità fisse è che il loro abbandono condurrebbe ad aggressive gestioni dei cambi da parte di singoli paesi per finalità nazionalistiche.

¹⁸ MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK, *World Financial Markets*, April 1978, p. 5.

¹⁹ QUIRK, *op. cit.*, trova poche indicazioni di una tale strategia nel caso del Giappone.

Fino al 1976, peraltro, non ci sono state serie indicazioni di deliberati deprezzamenti dei cambi o sottovalutazioni di monete da parte di grandi paesi allo scopo di procurarsi vantaggi concorrenziali. Questo non sorprende per i primi due anni della fluttuazione, quando il problema dominante era l'inflazione. In realtà, se di politiche dei cambi aggressive si può parlare è piuttosto nella direzione opposta: diversi paesi, in particolare il Giappone, l'Italia e la Gran Bretagna, può darsi che abbiano tenuto i loro cambi troppo "alti" vendendo valute estere su larga scala per minimizzare la pressione inflazionistica che una svalutazione troppo pronunciata avrebbe provocato. Ma anche nel periodo immediatamente successivo, quando nella maggior parte dei paesi il centro delle preoccupazioni si era spostato verso la disoccupazione, non si trovano casi seri di deliberata sottovalutazione di monete.

Le accuse di condotta aggressiva sono diventate più frequenti con il 1976. Esempi sono già stati ricordati. Certo, nessuno degli "accusati" ha ammesso di aver peccato, e d'altra parte è discutibile se i pretesi "peccati" abbiano avuto effetti importanti. Ma il sospetto è un fatto reale e costituisce una seria minaccia per i rapporti economici internazionali. Questa realtà pone in risalto la debolezza dei congegni che oggi regolano i cambi.

Qualche altro caso di "contestazione" può essere aggiunto a quelli accennati.

(1) Nella prima metà del 1976 si diffusero lagnanze che l'Italia, la Francia e la Gran Bretagna — con bilance dei pagamenti in notevoli difficoltà — avessero "favorito" eccessive cadute dei loro tassi di cambio. Per esempio si sostenne che le autorità inglesi avessero "segnalato" un deprezzamento della sterlina riducendo il tasso minimo per i prestiti ("minimum lending rate") della Banca d'Inghilterra, e avessero poi solo di nome operato contro il "vento" così suscitato. Di fatto, il ministro francese delle finanze espresse l'intenzione di sottoporre a una riunione dei ministri finanziari della CEE la questione se la Gran Bretagna avesse violato con quella condotta il Trattato di Roma.²⁰

(2) Nella seconda metà del 1976 furono mosse accuse, specie da parte di ambienti americani, alla Germania e al Giappone — e

²⁰ *New York Times*, March 17, 1976, p. 63.

in qualche misura alla Svizzera — di tenere i tassi di cambio eccessivamente bassi col resistere troppo vigorosamente alle pressioni al rialzo esercitate dal mercato sulle loro monete. Successivamente queste accuse si placarono e nessuna prova delle imputazioni emerse dalle testimonianze davanti al "Joint Economic Committee" statunitense nell'ottobre del 1976.²¹ Un funzionario del Tesoro americano dichiarò anzi di non ritenere "che nel caso dello yen e delle altre monete ci fosse stato un persistente tipo di intervento che mirasse a realizzare un'artificiale posizione concorrenziale".²² A sua volta, il "Joint Economic Committee" affermava in un rapporto della primavera del 1977 che, anche se le critiche mosse al Giappone e alla Germania nel 1976 fossero fondate, "le pratiche contro le quali erano rivolte sono state ora limitate se non eliminate".²³ Peraltro, esso ritornava sull'argomento nel novembre del 1977 con parole di viva preoccupazione:

"gli interventi ufficiali nei mercati dei cambi hanno avuto un ruolo fondamentale nel frustrare reali aggiustamenti economici... Praticati da un crescente numero di paesi industriali... hanno spesso mirato a scopi anti-inflazionistici e a promuovere l'occupazione. Essi costituiscono una minaccia per l'efficacia dell'attività del Fondo Monetario..."²⁴

(3) Un'intensa pressione sul marco e sullo yen — rispetto al dollaro — si sviluppò nell'estate del 1977, almeno in parte in risposta a dichiarazioni pubbliche di funzionari americani, in particolare del Segretario Blumenthal, che, nonostante "chiarimenti" e, da ultimo, rettifiche, furono interpretate come ammissioni di una posizione di debolezza per il dollaro (o, piuttosto, di forza per lo yen e il marco). L'evidente scopo di una simile politica "verbale" dei cambi non fu solo di migliorare la posizione concorrenziale degli Stati Uniti, ma anche di accentuare la pressione sulle autorità tedesche e giapponesi perché adottassero politiche interne più stimolanti.

²¹ U. S. CONGRESS, *Guidelines for Exchange Market Intervention*, Hearings before the Subcommittee on International Economics of the Joint Economic Committee, 94th Congress, 2nd Session, October 18, 1976 (Washington, 1977).

²² *Ibid.*, p. 47; anche pp. 39, 45.

²³ U. S. CONGRESS, *Issues at the Summit*, Report of the Joint Economic Committee, 9th Congress, 1st Session, May 14, 1977 (Washington, 1977), p. 18.

²⁴ U. S. CONGRESS, *Living with the Trade Deficit*, Report of the Subcommittee on International Economics of the Joint Economic Committee, 95th Congress, 1st Session, November 18, 1977 (Washington, 1977), p. 7.

Implicazioni per la riforma monetaria internazionale

Quali sono le implicazioni, per la riforma internazionale, della ormai quinquennale esperienza di fluttuazione controllata? In primo luogo, la fluttuazione ha avuto pieno successo nel senso che ha mantenuto sostanzialmente integra la capacità dei mercati dei cambi di sopperire alle esigenze degli scambi di merci e capitali. Scarso è l'entusiasmo, negli ambienti ufficiali, accademici, economici, per tentativi di risuscitare parità fisse o, in genere, per riforme di fondo. Piuttosto generale è l'opinione, riflessa nel recente emendamento dello Statuto del Fondo Monetario, che, almeno per il momento, la fluttuazione controllata è una soluzione accettabile e che ogni riforma debba essere di tipo evolutivo, non rivoluzionario. In secondo luogo, peraltro, c'è una notevole, e forse crescente, insoddisfazione per certi aspetti dell'odierno funzionamento della fluttuazione manovrata. Due sono i motivi di lagnanza. Uno è il recente diffondersi di asseriti casi di politiche aggressive dei cambi. L'altro è costituito dalle notevoli e prolungate oscillazioni dei principali cambi dopo l'inizio della fluttuazione, oscillazioni spesso senza connessione con sottostanti sviluppi economici e oggetto di continua attenzione nella stampa economica.²⁵

Il possibile campo di una riforma del sistema monetario internazionale nel prevedibile futuro sembrerebbe quindi limitato alla definizione di regole per la fluttuazione controllata, e pertanto alle due categorie di proposte esaminate nella precedente sezione: operare "contro vento" e "targets approach".

²⁵ Ci sono stati anche interventi accademici. Cfr. R. I. MCKINNON, "Floating Exchange Rates 1973-74: The Emperor's New Clothes", in K. Brunner and A. H. Meltzer (eds.), *Institutional Arrangements and the Inflation Problem*, 1976; e R. N. COOPER, "Five Years Since Smithsonian", *The Economist*, Dec. 18, 1976, pp. 27-34. Taluni economisti hanno posto in rilievo altri possibili difetti dell'odierno sistema: la continuazione del ruolo asimmetrico del dollaro [cfr. WILLIAMSON, *op. cit.*, e i commenti di Peter Kenen in R. A. Mundell and J. J. Polak (eds.), *The New International Monetary System*, pp. 202-22] e l'evidente mancanza di controllo sul volume della liquidità internazionale [cfr. WILLIAMSON, "The Benefits and Costs of an International Monetary Nonsystem", in E. M. Bernstein *et al.*, "Reflections on Jamaica", *Princeton Essays on International Finance*, No. 115 (April 1976), e ROBERT TRIFFIN, "Europe and the Money Muddle" Revisited", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March 1978, pp. 56-7].

III. Quale tipo di regole?

Come si è detto, le recenti politiche dei cambi possono essere, in senso lato, classificate "contro vento". Le odierne discussioni si concentrano quindi sul problema se regole per la fluttuazione controllata debbano essere formulate per spostarla verso un "targets approach" oppure per rafforzare le pratiche "contro vento", come suggeriscono Cooper e Tosini e vagamente accenna l'innocua "decisione" del Fondo sulla "sorveglianza". È nostra opinione che continuare ad aderire a un approccio "contro vento" sia un errore. E per diversi motivi. Nei nostri precedenti contributi²⁶ svolgemmo considerazioni sull'approccio "contro vento" che rimangono valide. In questa sede ci limitiamo a discutere alcuni altri punti specificamente suggeriti dalla recente esperienza.

L'approccio "contro vento" è intrinsecamente destabilizzante

Si supponga che il tasso di cambio fluttui in modo casuale intorno a un livello costante d'equilibrio. In tal caso una politica simmetrica "contro vento" — cioè di interventi dello stesso grado per contrastare apprezzamenti e deprezzamenti — implicherebbe che, in media, gli interventi tenderebbero con la stessa frequenza a contrastare un movimento verso l'equilibrio e un movimento di scostamento dall'equilibrio. Potremmo attenderci che, nel periodo lungo, tale politica non sia né stabilizzante né destabilizzante, e altresì che non sia né profittevole né onerosa per la banca centrale che la pratica. Ma, di fatto, il tasso di cambio d'equilibrio (quale che sia, in pratica, il concetto di equilibrio) cambierà di tempo in tempo, così che il sentiero dell'effettivo tasso di cambio dovrebbe essere concepito come tale da implicare fluttuazioni casuali attorno a un sentiero verso l'equilibrio. In questo caso è evidente che un simmetrico operare "contro vento" deve, in media, significare contrastare movimenti verso l'equilibrio più spesso che contrastare scostamenti. Ossia, vi sarà una politica destabilizzante (e non profittevole).

Sarebbe da ritenere che questo semplice argomento, finora

²⁶ ETHIER and BLOOMFIELD, *op. cit.* Cfr. anche WILLIAMSON, *The Failure of World Monetary Reform, 1971-74*, Cap. 8.

trascurato, dovrebbe essere basilare per una valutazione dell'approccio "contro vento". Per anni i fautori di cambi fluttuanti sostengono che dalla speculazione privata potremmo attenderci un effetto limitante le fluttuazioni. Dal 1973 abbiamo *insieme* e fluttuazione (nel senso di assenza di una politica di parità fisse) e un livello di interventi delle banche centrali grosso modo comparabile a quello del precedente periodo di parità fisse. Eppure le fluttuazioni sono notevolmente aumentate. Non vogliamo insistere troppo su questo punto,²⁷ ma certo è avventato assumere *tout court* che l'odierna politica di intervento (approccio "contro vento") *debba* essere servita a limitare piuttosto che ad accentuare le fluttuazioni dei cambi.

Approccio "contro vento" e politiche aggressive

Un esame degli asseriti casi (sopra ricordati) di politiche aggressive dei cambi porta a una sorprendente conclusione. Nessuno di essi presentava l'uso di interventi operativi nel mercato dei cambi per spingere i tassi di cambio in una direzione o nell'altra; ma tutti implicavano abusi che rientrano tra le *prevedibili conseguenze dell'approccio "contro vento"*. Per esempio, particolarmente in un simile regime sono da attendersi forme di "segnalazione", dichiarazioni d'orientamento di funzionari, "fughe" e in genere tentativi nazionali per dare una "guida" ai mercati. Gli operatori sono sempre ansiosi di conoscere le intenzioni, le opinioni, gli orientamenti ufficiali. Un sistema in cui non ci sono dichiarazioni ufficiali internazionali su quali strutture di tassi di cambio hanno probabilità di prevalere (o essere vicendevolmente accettabili da parte delle autorità nazionali) costituisce un virtuale invito per nazioni con inclinazioni aggressive — o per quelle che ritengono necessarie misure difensive — a tentare di influenzare i cambi ricorrendo a quei mezzi indiretti. In realtà, in un sistema siffatto, il mercato è molto sensibile ad accenni e indicazioni ufficiali. Ciò non solo costituisce una fonte d'instabilità, ma dà anche la possibilità ai funzionari responsabili di pretendere, come nei casi ricordati, di essere stati citati o interpretati scorrettamente. D'altra parte, l'approccio "contro vento" prescrive che le pressioni sui cambi così suscitate non siano

²⁷ Diversi economisti, in particolare Milton Friedman, hanno, in realtà, asserito che le notevoli fluttuazioni dei cambi a partire dal 1973 sono in gran parte dovute agli interventi delle banche centrali.

rovesciate da operazioni ufficiali; il che permette agli "aggressori" di assumere pose di correttezza; e rende il mercato tanto più pronto a muoversi in quanto gli operatori sono ben consci che le banche centrali devono astenersi dal rovesciare i movimenti indicati.

Anche prolungati interventi per resistere alle pressioni suscitate dalle condizioni dell'economia costituiscono una condotta che dovrebbe essere attesa in un regime "contro vento". Questo pericolo, diversamente dagli altri considerati in questa sezione, è stato in realtà riconosciuto dai fautori dell'approccio "contro vento"; le cui proposte sono in gran parte motivate dalla preoccupazione di fronteggiarlo.

Implicazioni per l'approccio "contro vento"

Le indicate deficienze del funzionamento della fluttuazione controllata negli ultimi anni sono così dovute, almeno in notevole parte, alla regola implicita di gestione: operare "contro vento". Ne segue che una più estesa e formale applicazione di tale regola, come taluni hanno suggerito, non costituirebbe un miglioramento, ma potrebbe anzi aggravare gli attuali problemi. Del pari riteniamo che proposte di render più rigoroso il principio "contro vento", quali sono discusse da Cooper e Tosini, potrebbero concludere poco, anzi sarebbero probabilmente controproducenti. Per esempio, l'uso di livelli "obiettivo" per le riserve o per le variazioni delle riserve, come mezzo di difesa contro prolungati interventi "contro vento" in una direzione, e l'impiego di efficaci misure per assicurare un'attività "contro vento" simmetrica sarebbero ambedue impotenti a evitare la potenziale influenza destabilizzante dell'approccio "contro vento" o l'uso di "segnali" o "dichiarazioni" per influenzare i cambi. Questi problemi sarebbero anzi aggravati. In realtà, riforme di tal fatta, pongono limiti al volume cumulativo dei potenziali interventi in una direzione, limiti che in tempi turbolenti si auto-realizzerebbero rapidamente nel modo divenuto familiare durante gli ultimi anni del sistema delle parità fisse aggiustabili.

Noi propugniamo un sistema di regolamentazione e sorveglianza basato sul "targets approach" e, in particolare, la "proposta del tasso di riferimento". Purtroppo, la decisione del Fondo Monetario sulla "sorveglianza" sembra, a paragone delle precedenti direttive, un passo a ritroso, dal "targets approach" verso l'approccio "contro

vento".²⁸ Talché W.F. Duisenberg, governatore della Banca Mondiale per l'Olanda, commentava:

"Le nuove disposizioni per la sorveglianza del Fondo non contengono alcun riferimento a 'obiettivi' per i tassi di cambio; ciò è in contrasto con le direttive del 1974 che chiedevano ai paesi membri di formulare, se possibile, una ragionevole stima della norma a medio termine dei loro tassi di cambio e di resistere a movimenti del mercato che fossero deviazioni notevoli da quella norma. Nelle nuove disposizioni per la sorveglianza del Fondo queste idee sono state completamente abbandonate. Deploro questo sviluppo e sollecito che si cerchi di trovare un compromesso migliore fra il sistema ante 1971 e le odierne proposte".²⁹

Vi sono numerose varianti del "targets approach" e non tutte sono appropriate per le odierne esigenze. In particolare, ci preme che qualsiasi passo in questa direzione non costituisca per nulla un movimento a ritroso verso tassi di cambio fissi. Le regole per la gestione dei cambi dovrebbero cioè esplicitamente affermare il diritto di ogni paese ad adottare una fluttuazione "pulita". Ciò non avverrebbe con le esplicite, cogenti versioni dell'approccio "contro vento" e non avviene in realtà con l'attuale implicita versione. Importanti paesi cercanti di astenersi da interventi durante periodi di turbolenza nei mercati dei cambi possono trovarsi soggetti a serie pressioni esterne a intervenire. Per esempio, nell'estate del 1973 e di nuovo verso la fine del 1977 e all'inizio del 1978 gli Stati Uniti sono stati sottoposti a pesanti critiche da parte di autorità europee perché non sostenevano il dollaro.

Le nostre opinioni in materia fanno parte della proposta di tassi di riferimento, che è stata discussa a lungo altrove.³⁰ Il pre-

²⁸ Questo punto non è però chiaro, in parte a causa dell'ambigua rilevanza — già rilevata — della "decisione sulla sorveglianza" per le precedenti "direttive" e anche perché l'umore dei due tipi di documenti risente di un mutamento di psicologia, da un desiderio di tornare a cambi fissi all'accettazione della fluttuazione controllata. Quest'ultimo mutamento, come si è osservato, non implica una maggior preferenza per l'approccio "contro vento" rispetto al "targets approach".

²⁹ IMF, *Summary Proceedings of the Thirty-Second Annual Meeting of the Board of Governors* (Washington, 1977), p. 45.

³⁰ Cfr. ETHIER and BLOOMFIELD, *op. cit.*, e anche WILLIAMSON, *op. cit.* Si vedano inoltre i commenti di FRED HIRSCH e JOHN WILLIAMSON in R. A. Mundell and J. J. Polak (eds.), *The New International Monetary System* (New York, 1977), pp. 95-102; nonché B. J. COHEN, *Organizing the World's Money* (New York, 1977), pp. 194-5 e *passim*.

cedente esame resta valido e non sarà qui ripetuto. L'esperienza degli ultimi anni suggerisce però perfezionamenti della proposta originaria in taluni punti.

Ulteriori elaborazioni della "proposta di tassi di riferimento"

La nostra proposta è sintetizzata nelle regole (a) e (b) discusse nei precedenti contributi.³¹ La regola (a) è già specifica. Daremo ora altre specificazioni rielaborando la regola (b) e aggiungendo una regola (c).

La regola (b) riguarda la fissazione e la revisione dei tassi di riferimento. Noi proponiamo che questo compito sia affidato al Fondo Monetario come parte dell'esercizio della "sorveglianza". La struttura dei tassi di riferimento delle nazioni partecipanti sarebbe decisa (ma non necessariamente mutata) ogni mese o trimestre sulla base di una consultazione multilaterale con i partecipanti. Questi fornirebbero, nel miglior modo possibile, informazioni sugli sviluppi attesi e sulle loro intenzioni riguardanti tutte le misure suscettibili di influire sui tassi di cambio (per es., progettati provvedimenti fiscali, programmi di crescita di aggregati monetari e di assunzione di prestiti all'estero, obiettivi per i tassi d'interesse, desiderate variazioni delle riserve, ecc.). I tassi di riferimento sarebbero negoziati sulla base delle informazioni disponibili, e la decisione verrebbe formalmente annunciata dal Fondo sotto forma di un tasso di riferimento per ciascun partecipante, espresso in "diritti speciali di prelievo" (DSP). Potrebbero essere previste consultazioni straordinarie nell'eventualità di sviluppi inattesi o di improvvisi cambiamenti degli obiettivi della politica economica di singoli paesi partecipanti.

Le nazioni partecipanti a questa procedura dovrebbero essere, al massimo, quella dozzina (più o meno) di paesi industrializzati con monete che fluttuano indipendentemente; al minimo, potrebbero essere gli Stati Uniti, la Germania e il Giappone. Dei restanti membri del Fondo Monetario, quelli con monete ancorate ad altre monete o a monete composite potrebbero semplicemente adottare i tassi di ancoraggio come tassi di riferimento;³² mentre i paesi con tassi fissi che vengono aggiustati conforme a indicatori oggettivi assumerebbero

³¹ Cfr. p. 3 e nota 5.

³² Tra questi paesi si potrebbero includere i membri del "serpente" europeo diversi dalla Germania, che dovrebbe partecipare alla procedura.

come tassi di riferimento (possibilmente variabili) i valori prescritti dagli indicatori.³³

La regola aggiuntiva (c) riguarda misure diverse da interventi diretti sui cambi, ma che pure influiscono sui tassi di cambio. Nella fase della consultazione multilaterale, le nazioni partecipanti, come si è detto, devono comunicare le loro intenzioni concernenti sviluppi praticamente importanti nel campo degli strumenti della politica economica. Le loro intenzioni per taluni dei più importanti strumenti assumerebbero allora un ruolo analogo a quello che la regola (a) prescrive per i tassi di riferimento nei riguardi delle operazioni d'intervento. Ossia, i paesi partecipanti si obbligherebbero ad astenersi dal deviare aggressivamente dagli obiettivi dichiarati per gli strumenti assoggettati alla regola (c) in una direzione che tenderebbe ad allontanare i tassi di cambio dai tassi di riferimento. Si supponga, per esempio, che il tasso di crescita di qualche aggregato monetario sia fra gli strumenti assoggettati alla regola (c). Ebbene, un paese il cui tasso di cambio fosse di fatto sotto il limite inferiore della fascia stabilita per il suo tasso di riferimento non dovrebbe accelerare il tasso di crescita dell'aggregato monetario oltre il valore comunicato nella più recente consultazione. Questa regola dovrebbe applicarsi al maggior numero possibile degli strumenti più importanti della politica economica. L'insieme degli strumenti assoggettati alla regola (c) varierebbe alquanto da paese a paese, conforme alle diversità istituzionali. La regola (c) richiederebbe anche un'interpretazione più liberale per certi strumenti che per altri. Mentre infatti talune misure (per es., aliquote dei dazi doganali, controlli dei flussi di capitale, tassi d'interesse) possono essere formulate con precisione e direttamente applicate, altre sono suscettibili solo di imperfetto controllo a breve andare (per es., provvedimenti fiscali, crescita di aggregati monetari) o non possono affatto essere indicate in forma precisa (per es., varie forme della cosiddetta "persuasione morale").

La "proposta del cambio di riferimento" così riveduta può essere sintetizzata nelle tre seguenti regole.

(a) A nessun paese sarebbe permesso di vendere la propria moneta a un prezzo al di sotto del limite inferiore della fascia pre-

³³ Il Fondo Monetario dovrebbe presumibilmente "sorvegliare" la scelta dei tassi di cambio e/o gli indicatori oggettivi adottati da questa categoria di paesi.

vista per il suo tasso di riferimento, o di acquistarne a un prezzo al di sopra del limite superiore di detta fascia.

(b) La struttura dei tassi di riferimento, espressi in DSP, verrebbe periodicamente riveduta dal Fondo Monetario in una consultazione multilaterale con i paesi partecipanti che utilizzerebbe tutte le informazioni disponibili e nella quale i partecipanti comunicherebbero i loro intendimenti per tutte le importanti misure di politica economica.

(c) A nessun paese sarebbe permesso di deviare deliberatamente dagli obiettivi dichiarati, per una concordata serie di misure diverse da interventi nel mercato dei cambi, in una direzione che tenderebbe a deprezzare la sua moneta quando il cambio fosse al di sotto del limite inferiore della fascia prevista per il tasso di riferimento, o che tenderebbe ad apprezzarla quando il cambio fosse al di sopra del limite superiore della suddetta fascia.

I tassi di riferimento non costituirebbero *né* valori fissi ("pegs") che i singoli paesi sarebbero obbligati a difendere *né* obiettivi verso i quali sarebbero tenuti a cercare di forzare i tassi di cambio. Se i fautori della libera fluttuazione riuscissero a convertire le autorità di qualche paese alla loro tesi, un tale evento sarebbe pienamente accettabile — contrariamente alle versioni obbligatorie dell'approccio "contro vento", che richiede di resistere alle forze di mercato, e altresì alle pratiche attuali per le quali un paese può di fatto essere soggetto a pressioni internazionali perché resista a notevoli variazioni del tasso di cambio.

I tassi di riferimento adempiono invece a due diversi compiti. In primo luogo, servirebbero a escludere, grazie alla regola (a), certi tipi di intervento. In tal modo, la nostra proposta dovrebbe aiutare a stabilizzare i cambi, per i motivi discussi nei nostri precedenti studi e indicati brevemente nella prima sezione di questo articolo. Inoltre, nella misura in cui i tassi di riferimento riflettessero i veri tassi di equilibrio, la regola (a) impedirebbe interventi ufficiali destabilizzanti, contrariamente, di nuovo, all'approccio "contro vento", il quale, come si è visto, implica che gli interventi siano più spesso destabilizzanti. In ogni caso, data la maniera in cui i tassi di riferimento verrebbero fissati secondo la regola (b), la regola (a) impedirebbe interventi aggressivi o destabilizzanti come strumento di una

più ampia politica economica, e così farebbe la regola (c) riguardo a vari altri strumenti.

In secondo luogo, la regola (b) implica che i tassi di riferimento fornirebbero una guida e informazioni al mercato, poiché costituirebbero una valutazione ufficiale della struttura dei cambi che le autorità ritengono appropriata alla luce delle esistenti informazioni, molte delle quali non sarebbero presumibilmente disponibili per il pubblico. Ciò renderebbe i mercati dei cambi meno volubili, poiché ridurrebbe l'attuale sensibilità delle scelte finanziarie del pubblico a mutamenti reali o supposti degli orientamenti ufficiali. E ridurrebbe anche notevolmente la capacità e la tentazione delle autorità nazionali di manipolare i cambi mediante "segnalazioni" o pubbliche dichiarazioni. L'esistenza di tassi di riferimento renderebbe simili tentativi molto meno credibili di quanto avvenga oggi, e fornirebbe una più sicura base per un'efficace riprovazione: giacché da un lato tentativi siffatti violerebbero un accordo internazionale, e dall'altro la presenza di tassi di riferimento faciliterebbe l'identificazione di condotte aggressive.³⁴

Qualcuno potrebbe ritenere che sarebbe importante trasmettere senz'altro al pubblico tutte le informazioni su cui sono basate le consultazioni per i tassi di riferimento. Non abbiamo obiezioni al riguardo, ma dubitiamo che i paesi interessati assentirebbero. Una simile pratica sarebbe, per esempio, incompatibile con l'odierna politica del Sistema della riserva federale degli Stati Uniti. D'altra parte, sarebbe da evitare un obbligo di pubblicità che avesse l'effetto di limitare il volume di informazioni disponibili per le consultazioni.

Un ultimo punto è da porre in risalto: la nostra proposta assicura alle singole nazioni piena indipendenza per ciò che attiene alla politica economica interna. La regola (b) impone ai paesi di comunicare le loro intenzioni; non impone di chiederne l'approvazione. Naturalmente, è da attendersi che la procedura delle consultazioni implichi un dibattito internazionale, e perfino negoziati, sulle politiche

³⁴ P. Kenen ha anche osservato che l'esistenza di tassi di riferimento aiuterebbe ad affrontare il problema dell'asimmetria del dollaro, concludendo: "Io solleciterei una rapida, completa formulazione di esplicite regole per regolare gli interventi, regole che vietassero ogni intervento inteso ad allontanare i cambi dai tassi o zone 'obiettivo' che il Fondo Monetario, agendo di propria iniziativa, stabilirebbe di tempo in tempo... Proposte volte a imporre regole per la fluttuazione, che non includano ben definite procedure per fissare e modificare tassi e zone 'obiettivo', trascurano il punto fondamentale". KENEN, *op. cit.*, p. 208.

nazionali. Lo stesso accade oggi. La nostra proposta formalizzerebbe e garantirebbe questa prassi. La regola (c) permette ai paesi di perseguire le politiche che hanno indicato di voler adottare; proibisce soltanto scostamenti dalle intenzioni che sconvolgerebbero la struttura concordata dei tassi di cambio. La prescrizione di consultazioni periodiche, e anche straordinarie, consentirebbe ai singoli paesi mutamenti di politica abbastanza frequenti. E perfino la libertà di compiere improvvisi mutamenti negli intenti dichiarati per la politica economica potrebbe essere acquisita accompagnandola con la determinazione a intervenire per impedire al cambio di uscire dalla fascia del tasso di riferimento.

IV. Conclusioni

La fluttuazione controllata (o manovrata) ha funzionato abbastanza bene, talché deboli sono le pressioni vuoi per un ritorno a tassi di cambio fissi vuoi per un radicale riordinamento dei congegni attuali. Ma in pari tempo certe caratteristiche del suo *modus operandi* — in particolare, l'estrema mobilità dei tassi di cambio e l'insorgere di conflitti internazionali per le politiche dei cambi — ha suscitato preoccupazioni, e quindi l'esigenza di congegni meglio elaborati e definiti. Ambedue gli aspetti sono riflessi nel recente emendamento dello Statuto del Fondo Monetario, il quale da una parte legittima le odierne pratiche, e dall'altra assegna al Fondo una (vaga) funzione di "sorveglianza".

Le odierne proposte di revisione si dividono in due gruppi. Le proposte del primo gruppo, spesso dette dell'"operare contro vento", condividono l'opinione che le banche centrali debbono contrastare, ma non neutralizzare o rovesciare, le pressioni del mercato. Tali proposte sono un'estensione delle pratiche in atto. Le proposte del secondo gruppo, dette del "targets approach", assegnano tutte un ruolo a norme od "obiettivi" ufficiali per i tassi di cambio.

È nostro convincimento che i problemi posti dalla fluttuazione controllata sono conseguenze logiche dell'approccio "contro vento". Riteniamo pertanto che tali problemi sono dovuti, almeno in parte, all'implicita adozione di quell'approccio e, di conseguenza, che formalizzarlo ed estenderlo lascia poco adito a speranze di miglioramento

e presenta seri pericoli di deterioramento. In contrapposizione, abbiamo elaborato la "proposta del tasso di riferimento", il primo dei piani posti sotto la comune etichetta di "targets approach". A nostro avviso, questo approccio è quello appropriato alla luce sia dell'argomentazione logica sia dell'effettiva esperienza internazionale in campo monetario degli ultimi anni. Insistiamo quindi perché la "sorveglianza" del Fondo Monetario sia svolta secondo tale approccio.

W. ETHIER - A.I. BLOOMFIELD