

## Tassi di cambio fissi e ordinamento internazionale

I. — Sfrondata dalle sovrastrutture tecniche e dalle preoccupazioni di breve periodo la discussione sui tassi di cambio fissi o variabili rientra come un aspetto particolare nel più ampio dibattito tuttora in corso tra i fautori dell'integrazione economica internazionale (basata sul meccanismo dei prezzi ed un comune standard di valore) e i difensori del nazionalismo economico. Nel campo dei rapporti monetari quest'ultimo si presenta sotto forma di preoccupazione per l'«indipendenza monetaria» di un paese. Stando a quanto affermano i loro sostenitori, i cambi flessibili (o fluttuanti) avrebbero il grande pregio di consentire ad un paese (cioè al suo governo) di perseguire una politica monetaria, finanziaria ed economica, senza preoccupazioni per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Come ha scritto il prof. Lutz in questa Rivista (1) «il principale vantaggio che una politica di cambi flessibili presenta sta nel fatto che essa consente al paese che l'adotta di evitare controlli quantitativi alle importazioni, e insieme di perseguire... una politica monetaria «indipendente», e cioè non influenzata da avanzi o da disavanzi nella sua bilancia dei pagamenti».

Diversi anni addietro, scrivendo nello stesso stile il prof. Hansen parlava di una «rivoluzione nel modo di considerare i problemi monetari» (2); «nel periodo tra le due guerre si è andato sempre più affermando un nuovo indirizzo di politica monetaria: un indirizzo che consentiva di sfuggire ai processi di aggiustamento obbligatori in regime di gold standard, e di seguire un programma di stabilità interna e di pieno impiego senza riguardo alla bilancia dei pagamenti». Ho di proposito sottolineato le ultime parole perchè esse esprimono, come la precedente citazione del prof. Lutz, una

diffusa (e profondamente errata) aspirazione di certi governi (fortunatamente il loro numero è diminuito di molto negli anni più recenti) e di troppi economisti «accademici»: l'aspirazione «a fare ciò che si vuole» senza dover sopportare alcuna conseguenza avversa. Si tratta di un'aspirazione certo molto umana, ma che l'esperienza ha ripetutamente dimostrato irrealizzabile, ed in cui è ben poco saggio insistere.

Se Hansen parla di «emancipazione dai processi di aggiustamento dettati dal gold standard», Lutz esprime il parere che «l'ortodossa applicazione del gold standard per fronteggiare un disavanzo nella bilancia dei pagamenti sia attualmente fuori dello ambito delle possibilità pratiche». È piuttosto affrettatamente aggiunge: «Con ogni probabilità nessun paese si assoggetterebbe alla disciplina che il gold standard impone» (3). Queste parole venivano pubblicate nel dicembre 1954. Due mesi dopo, per combattere un disavanzo giudicato eccessivo nella bilancia dei pagamenti, le Autorità monetarie inglesi adottavano un complesso di misure non diverse da quelle che sarebbero state adottate se il paese si fosse trovato ancora in regime aureo. Non si dovrebbe mai considerare «impossibile» o «non desiderabile» ciò che si ritiene «improbabile» sulla base di valutazioni meramente soggettive. In realtà all'incirca dal 1949, i governi dell'Europa Occidentale si sono uno dopo l'altro allontanati da quella impostazione magnificata dal prof. Hansen come «una rivoluzione nel modo di considerare i problemi monetari». La stabilità monetaria interna è di nuovo considerata un obiettivo preminente della politica economica; e di conseguenza le difficoltà della bilancia dei pagamenti non vengono più guardate con quella tolleranza caratteristica dell'immediato dopoguerra. Un punto importante in quest'evoluzione è costituito dal

Rapporto «*The Internal Financial Situation*», preparato nell'estate 1952 per l'O. E. C. E. da un «gruppo di esperti indipendenti» che comprendeva Bresciani-Turroni (Italia), E. R. Lindahl (Svezia), A. W. Marget (Stati Uniti), M. Maison (Belgio), L. C. Robbins (Gran Bretagna), S. Rueff (Francia), E. Schneider (Germania).

«È ovvio — hanno scritto quegli autorevoli esperti — che qualsiasi paese può incorrere in serie difficoltà nei conti con l'estero se adotta allo interno una politica di eccessiva espansione finanziaria. Un aumento della spesa nazionale più forte sia dell'aumento della produzione che dei movimenti espansionistici che si verificano in altri paesi, è destinato a provocare perturbamenti. Con un tasso di cambio rigido, un aumento del genere, incoraggiando le importazioni e scoraggiando le esportazioni, si tradurrà in uno squilibrio della bilancia dei pagamenti. È questo il classico caso di squilibrio provocato dall'inflazione».

Gli esperti dell'O. E. C. E. proseguono:

«In un mondo in cui mutano continuamente i mercati dai quali un paese ricava il suo reddito esterno e sui quali effettua la spesa esterna, vi è un'ulteriore possibilità di turbamento; e l'averla dimenticata ha condotto a volte in passato a impostazioni di politica economica profondamente inadeguate. Squilibri esterni hanno probabilità di insorgere anche quando un paese non tien conto, nella sua politica finanziaria, di mutamenti nelle condizioni degli scambi che non siano di carattere puramente transitorio. Si supponga, ad esempio, che per una ragione qualsiasi vengano a ridursi importanti fonti di proventi esterni. In tal caso, se sul piano finanziario interno non vengono messi in opera correttivi adeguati, si potranno avere nella bilancia dei pagamenti ripercussioni simili a quelle provocate da un'inflazione interna. I motivi iniziali del turbamento sono diversi: in un caso una positiva avventatezza finanziaria, nell'altro solo una disgraziata congiuntura esterna. Eppure, se a quest'ultima non si pone alcun riparo, e il turbamento persiste, il risultato finale sarà identico: uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti» (4).

Il lettore osserverà quanto si sia lontani, nelle parole citate, dalle esigenze nazionalistiche di «indipendenza monetaria». Gli «esperti indipendenti», autori del Rapporto O. E. C. E., riconoscono — ed è proprio per questo motivo che il loro lavoro va considerato come un passo importante nell'arduo cammino verso un'economia in-

ternazionale integrata — la duplice esigenza cui deve obbedire la politica nazionale: evitare di perdere il passo rispetto agli altri paesi, indulgendo troppo all'inflazione interna; ed adottare i necessari correttivi sul piano interno per fronteggiare mutamenti esterni. Questi, schematizzati all'estremo, sono i due «ingredienti» basilari di una politica economica nazionale orientata in senso internazionalistico.

II. — Ma che cosa dice il rapporto a proposito dei tassi di cambio? Qualora l'inflazione interna abbia raggiunto uno stadio molto avanzato, o qualora i mutamenti nelle condizioni esterne siano stati profondi, i nostri esperti esplicitamente rifiutano di raccomandare «misure interne di natura finanziaria che porterebbero ad una severa contrazione dei redditi monetari o dell'occupazione». Al contrario «le autorità monetarie dovrebbero prendere atto che si è verificato uno squilibrio fondamentale nel senso precisato negli statuti del Fondo Monetario Internazionale, e che è pertanto necessario apportare qualche modifica ai tassi di cambio». Con una tale impostazione io concordo in pieno, anche se con una o due qualificazioni che preciserò più oltre. L'alternativa dei cambi «flessibili» o «fluttuanti» non ha attirato l'attenzione di questo gruppo di economisti, i quali invece mettono in guardia contro «un'impostazione di politica inutilmente sensazionale», nel caso che un paese si trovi di fronte ad uno squilibrio nei suoi conti con l'estero.

«Non tutti i casi di squilibrio esterno» — essi proseguono — «sono fondamentali, specie se vengono corretti abbastanza per tempo, e noi pensiamo che in frequenti casi misure finanziarie interne possano riuscire a ristabilire l'equilibrio senza che sia necessario ricorrere a variazioni nei tassi di cambio o a severi processi contrattivi sul piano interno».

Ho sottolineato le ultime righe di questa significativa citazione perchè esse esprimono un punto essenziale per la corrente favorevole alle «parità fisse». Ciò che preoccupa la massima parte dei sostenitori dei «cambi flessibili», come Lutz, Meade, Haberler (5), è il timore che i paesi che devono

(5) Si vedano ad esempio: l'articolo del LUTZ già citato nella nota 1; lo scritto di G. HABERLER, *Currency Convertibility*, pubblicato a cura della American Enterprise Association, New York, 1954; l'articolo dello stesso autore *Some Aspects of*

(1) Si veda l'articolo *Per un sistema di cambi flessibili*, fascicolo di dicembre 1954, pag. 358.

(2) ALVIN H. HANSEN, *Monetary Theory and Fiscal Policy*, New York, 1949, pag. 20 e segg.

(3) Loco cit., pag. 356.

(4) O.E.C.E., *The Internal Financial Situation*, Parigi, 1952, pagg. 11-12.

fronteggiare una situazione avversa nella bilancia dei pagamenti e che sono decisi a mantenere fissi i tassi di cambio, si trovino sottoposti a forti pressioni deflazionistiche. Giocano al riguardo le diffuse apprensioni sul presunto carattere deflatorio del gold standard ante 1914. Senonchè quelle apprensioni non sono mai state convalidate da prove concrete frutto di accurate ricerche storiche. Come ho precisato in altra sede (6), l'esperienza degli anni tra le due guerre mondiali è lungi dall'essere conclusiva. Sta di fatto che durante quegli anni maturò negli ambienti accademici una rivolta contro la disciplina del gold standard (ben caratterizzata dal brano del prof. Hansen sopra riportato). La « rivolta » ebbe parecchi precursori, ma la voce più eloquente e influente fu quella del Keynes, nel volume *A Tract on Monetary Reform*, apparso, come è noto, nel 1923. Da allora si sviluppò un'abbondante letteratura pro o contro il regime aureo. Al termine della seconda guerra mondiale i nazionalisti monetari sembravano essersi saldamente affermati. Ma gli eventi li sorpresero proprio quando pareva che potessero proclamare vittoria. Processi inflazionistici dovettero essere arrestati; e dove lo furono l'« ortodossia » monetaria riapparve con benefici effetti per le economie dei paesi interessati.

Belgio, Italia, Germania occidentale, Olanda, Austria, Portogallo... tale è l'elenco tuttora in aumento dei paesi che negli anni recenti hanno bloccato l'inflazione, ristretto il credito, raggiunto o avvistato l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti: paesi che hanno adottato per libera decisione e non per osservanza di impegni internazionali, le regole venerande dell'« ortodossia » monetaria e finanziaria e hanno visto il coraggio delle loro autorità monetarie coronato da processi di espansione e non di contrazione economica.

Gli « esperti indipendenti » riuniti dall'O. E. C. E. attribuirono, nel 1952, grande importanza a quel

*Convertibility*, in « Economia Internazionale », vol. VIII, n. 1, 1955; il volume di J. E. MEADE, *Problems of Economic Union* (cap. II), Londra, 1953; l'articolo dello stesso autore *Bretton Woods, GATT, e bilancia dei pagamenti: una seconda tornata?*, in « Moneta e Credito », n. 19-20, 1952.

(6) Si vedano: il mio volume *International Monetary Economics*, Londra, 1939; il capitolo intitolato « Fixed Parities and Fluctuating Exchanges as Objectives of Monetary Policy », nel volume *A Forum on Finance*, edito da George B. Roberts, New York, 1950; il capitolo III del volume *The Trade of Nations*, New York, 1952.

passo delle loro dichiarazioni che ho sopra sottolineato. Il loro testo così prosegue:

« A noi sembra che nelle recenti discussioni vi sia stata la tendenza a trascurare proprio questa possibilità. L'equilibrio internazionale dipende dai movimenti *relativi*, piuttosto che da quelli *assoluti*, dei redditi monetari. In fase di espansione mondiale, peggioramenti di modesta portata nelle condizioni esterne di un paese possono spesso essere curati senza mettere in moto un processo di contrazione all'interno, ma semplicemente rallentando il saggio di sviluppo o arrestandolo per un certo periodo. L'ignorare questa possibilità può portare ad impostazioni di politica inutilmente sensazionalisti e far trascurare metodi di azione molto pratici e di facile attuazione ».

A tre anni di distanza i proff. Bresciani-Turroni, Robbins, Schneider e colleghi potrebbero ancora ripetere le stesse osservazioni. Durante gli ultimi anni, decisivi progressi sono stati raggiunti nel campo delle realizzazioni concrete. L'Europa Occidentale « ha riscoperto la moneta », e cioè il tasso di sconto ha ripreso la sua posizione centrale nella strumentazione della politica monetaria. Le discussioni teoriche invece, distinte dall'azione pratica, sono rimaste indietro. In altre parole, mentre nel campo della politica concreta il nazionalismo monetario è in declino (per lo meno nella Europa occidentale), i suoi difensori accademici, come si è già notato, sono pieni di zelo, e con loro numerosi funzionari proprio di quei paesi che sono ritornati a concezioni internazionalistiche nell'impostazione delle rispettive politiche monetarie nazionali. Ma prima di cercare di chiarire una situazione che a prima vista sembra paradossale, è necessario premettere alcune osservazioni che precisino la posizione di chi scrive in questo complesso e delicato dibattito.

III. - La prima osservazione si riferisce proprio ai concetti di *parità fisse* e di *tassi di cambio fluttuanti* (o *flessibili* o *variabili*). Sino a che punto i primi devono essere fissi, ed i secondi « flessibili »? La mia risposta a questo interrogativo è semplice. Se l'economia internazionale deve essere dotata di qualche cosa che si avvicini a una comune misura dei valori, le parità debbono essere completamente fisse — anche se, in un mondo in movimento, non possono essere rigorosamente immutabili. In realtà possono presentarsi situazioni in cui un mutamento delle parità costituisce il male minore; e gli esperti O. E. C. E. più volte ricordati non hanno mancato

di rilevare quest'eventualità nel rapporto del 1952. Gli accordi di Bretton Woods prevedono un caso del genere nell'art. 4 dello Statuto del Fondo Monetario Internazionale, anche se (e in ciò si annida una delle loro gravi manchevolezze su cui ritornerò più oltre) non indicano un metodo appropriato per stabilire una nuova e più pertinente parità (7).

Quanto ai sostenitori della « flessibilità », si possono distinguere due correnti. La più accademica ed estrema respinge qualsiasi forma di parità ufficiale tra le monete e vorrebbe affidata ai mercati liberi delle valute la funzione di stabilire ogni giorno il tasso corrispondente di volta in volta al rapporto tra i rispettivi prezzi interni, e così via. Per lo più questa corrente è favorevole, per controbattere la speculazione e neutralizzare le cause « accidentali » di fluttuazioni, a fondi di conguaglio o di stabilizzazione manovrati dalle Banche Centrali o dai Ministri del Tesoro. In linea di massima essa rifiuta di ammettere gli effetti perturbatori della speculazione e ripone una fiducia che a me sembra assolutamente eccessiva sull'effetto stabilizzatore delle operazioni a termine. Per quanto riguarda in particolare il problema della speculazione, lo spazio non mi consente in questa sede di discutere adeguatamente le argomentazioni portate a favore delle opposte tesi. Mi limiterò solo ad esprimere la mia adesione all'eccellente articolo pubblicato da Sir Donald MacDougall nel fascicolo dell'agosto 1954 della « Westminster Bank Review » articolo che controbatte in anticipo le argomentazioni svolte dal prof. Lutz nel dicembre 1954 (8) per minimizzare il ruolo della speculazione, e che non mi pare convenientemente confutato dal più recente scritto del prof. Haberler (9).

L'obiezione fondamentale che si può muovere ai sostenitori dei cambi flessibili senza limitazione alcuna, è che essi trascurano di tenere nel dovuto conto le *cause degli squilibri della bilancia dei pagamenti*. Ora, contrariamente a Minerva balzata in armi dalla testa di Giove, tali squilibri non sorgono già maturi da una data situazione econo-

(7) Su questo ed altri problemi connessi si veda l'articolo del prof. L. ROBBINS, *The International Economic Problem*, in « Lloyds Bank Review », gennaio 1953; ed il volume dello stesso autore *The Economist in the 20th Century* (specialmente il cap. V), Londra, 1954.

(8) Nell'articolo già citato, pubblicato su questa Rivista, fascicolo di dicembre 1954.

(9) Pubblicato in « Economia Internazionale », vol. VIII, n. 1, 1955.

mica. Essi hanno le loro cause — non difficili da individuare tempestivamente — le più importanti delle quali, inflazione interna o profondi mutamenti sui mercati mondiali, sono state debitamente sottolineate nei passi citati del Rapporto O.E.C.E. « Squilibri fondamentali » (come sono chiamati ma non definiti negli accordi di Bretton Woods) possono insorgere e di fatto insorgono. Spesso peraltro essi possono essere evitati: se e quando si riesce a controllare un'incipiente inflazione; se e quando gli aggiustamenti ai mutamenti esterni sono efficaci e tempestivi. Ma nulla incoraggia la rapida adozione di correttivi interni più di un deflusso di riserve in regime di cambi fissi, a condizione, si intende, che le autorità monetarie abbiano una « mentalità internazionale » e facciano ogni sforzo per mantenere l'equilibrio esterno impiegando tutti gli strumenti a disposizione sul piano interno, evitando solo i controlli quantitativi sugli scambi ed i pagamenti, ed eccessivi processi contrattivi dell'economia nazionale.

Ho detto sopra che i sostenitori della « flessibilità » si possono dividere in due correnti. La seconda si accontenterebbe di allargare i margini delle oscillazioni consentite attorno ad una data parità (oscillazioni che attualmente, per i membri del Fondo Monetario Internazionale, sono fissate nell'1% in entrambe le direzioni). Più che dagli economisti accademici, la tesi favorevole all'allargamento di questi nuovi « punti aurei » è sostenuta negli ambienti delle Banche Centrali di taluni paesi e dai relativi esperti.

Tra le due correnti favorevoli alla « flessibilità » la polemica è molto vivace. Ma bisogna ammettere che la soluzione patrocinata dalla seconda corrente (flessibilità « limitata ») farebbe perdere i vantaggi concreti della stabilità dei cambi senza raggiungere quelli astratti postulati per un sistema di completa libertà. Essa si raccomanda all'attenzione dei pratici solo se vengono soddisfatte certe condizioni:

1) le misure correttive interne devono essere adottate non appena sia stato superato il limite inferiore del più ristretto margine precedentemente consentito (come alternativa alla perdita di riserve valutarie che si sarebbe verificata sotto le più rigide condizioni fissate nello Statuto del Fondo Monetario Internazionale);

2) il livello delle riserve di oro e dollari deve essere inizialmente così modesto da giustificare la

parziale sostituzione di una svalutazione monetaria ad una perdita di riserve valutarie. Ma anche in questo caso, con ogni probabilità la speculazione tenderà ad aggravare lo squilibrio. « Contrariamente a opinioni molto diffuse — ha scritto recentemente lo Harrod — è probabile che, nel caso di un andamento sfavorevole della bilancia dei pagamenti, ci costerebbe più oro sostenere la sterlina entro ampi margini che non entro margini più stretti. In questa seconda alternativa un alto tasso di sconto potrebbe esserci d'aiuto, nella prima no » (10).

IV. — Vi sono peraltro circostanze in cui un « cambio fluttuante » è non solo accettabile ma necessario. Ciò si verifica quando una moneta si è disancorata dalle altre monete, a seguito di una grave inflazione interna o di mutate condizioni del mercato mondiale (ad esempio di una severa depressione sviluppata in uno dei più importanti centri economici del mondo), o di una guerra; in situazioni del genere deve essere trovata una nuova parità. Nel decennio 1920-30 ebbe voga in particolare la teoria cosiddetta della « parità dei poteri d'acquisto », che riteneva possibile la determinazione a priori su basi statistiche di una nuova parità. Simili teorie sono ora cadute in discredito (11) e per la determinazione dei nuovi tassi di cambio si tende generalmente a riconoscere la necessità di una ricerca empirica. Chiarificatore ci sembra in proposito il seguente brano tratto dal più recente volume del prof. Robbins, *The Economist in the Twentieth Century* (Londra, 1954).

« Una volta stabilizzate le finanze interne, il primo passo da compiere è la correzione di tassi di cambio sopravvalutati. Questa prescrizione si presenta con un'aria di semplicità che nasconde le difficoltà e la delicatezza delle misure da adottare... misure i cui precisi aspetti tecnici dovranno di volta in volta adeguarsi alla diversità delle circostanze... In un'impostazione del genere a

(10) « The Financial Times » del 19 luglio 1955. Il giornale aggiunge il seguente commento editoriale: « In linea di massima sembra che molte argomentazioni portate a favore di un tasso di cambio fluttuante siano basate sul perseguimento di una serie di obiettivi incompatibili ». Dal canto suo « The Economist », per quanto sia favorevole, per motivi cui si accennerà più oltre, ad una « sterlina fluttuante », ammette (nell'articolo di fondo del 23 luglio 1955) che « non occorre molta fantasia per rendersi conto degli svantaggi di un sistema di cambi fluttuanti... » (pag. 287).

(11) Cfr. M. A. HEILPERIN, *International Monetary Economics* (Cap. VII), Londra, 1939.

me sembra vi siano motivi molto seri per ricorrere temporaneamente ad un tasso di cambio fluttuante allo scopo di saggiare il mercato. Una siffatta misura, se accompagnata da una qualche assicurazione al mondo esterno circa i limiti entro i quali le fluttuazioni saranno consentite, potrebbe essere considerata una prova che la politica adottata tende sinceramente ad equilibrare, e non a sconvolgere, i mercati dei cambi. Io amerei vedere gli statuti del Fondo Monetario Internazionale modificati in tal senso, o per lo meno « chiariti », così da consentire definitivamente una procedura del genere. Ma sono ben lontano dal sostenere che questo sia l'unico metodo possibile: è facile immaginare casi in cui appaiono preferibili aggiustamenti immediati di un tasso di cambio altrimenti fisso; un eventuale fallimento del primo tentativo potrà essere corretto con un ulteriore intervento » (pagg. 150-151; il corsivo è mio).

Negli ultimi anni io stesso ho sostenuto la tecnica della « flessibilità temporanea » per la Francia (12); sono però nettamente contrario ad accettarla per la sterlina inglese.

V. — Quest'ultimo punto mi porta al gruppo finale di considerazioni che desidero svolgere in questo articolo. Ad eccezione di alcuni miei pochi confratelli accademici, nessuno vuole in realtà un regime di instabilità monetaria internazionale. La verità di questa asserzione è stata ripetutamente comprovata negli ultimi venticinque anni dalla frequenza con cui il controllo dei cambi è stato impiegato per puntellare un tasso di cambio instabile; in maniera più positiva, da un punto di vista internazionale, è stata comprovata dall'« Accordo Tripartito » che nella seconda parte del decennio 1930-40 introdusse un po' di stabilità in una economia internazionale sconvolta. Il prof. Robbins chiama ciò « sete di stabilità » (13) e trae, dalle esperienze alle quali mi sono riferito e che sembrano aver lasciato in lui la stessa profonda impressione che hanno lasciato in me, queste conclusioni.

« L'idea di un mondo in cui i tassi di cambio di ogni Stato sovrano siano permanentemente liberi di fluttuare in termini dei tassi di cambio di ogni altro Stato, è puramente fantastica. È perfettamente realistico concepire tassi fluttuanti tra grandi blocchi, ad esempio tra l'area sterlina e l'area dollaro; non è invece realistico pensare a tassi fluttuanti per tutti i paesi. Ma se le cose stanno così, io temo che non siamo riusciti ad eli-

(12) In « Fortune », febbraio 1954.

(13) ROBBINS. *op. cit.*, pag. 101.

minare dal mondo la necessità di mantenere lo equilibrio a tassi fissi, in qualche parte... Ma allora, se la politica deve essere orientata in modo da mantenere fissi i tassi in qualche direzione, mi vien fatto di chiedere se non sia alla fin fine migliore soluzione orientarla ancora in modo da mantenerli fissi ovunque ».

Porsi la questione, per lo meno per quanto mi riguarda, significa rispondere in modo affermativo.

Se negli anni recenti il dibattito sui cambi fissi o fluttuanti è tornato così clamorosamente alla ribalta nonostante le discussioni e le esperienze del periodo tra le due guerre, il motivo fondamentale va ricercato nelle discussioni sulla convertibilità della sterlina. I sostenitori di una « sterlina fluttuante » sono impressionati o dal livello relativamente basso delle riserve di oro e dollari dell'area sterlina oppure dal precario equilibrio nei conti con l'estero del Regno Unito e dal progresso dell'inflazione interna dei prezzi in relazione a situazioni prevalenti altrove (14). Ma la risposta esatta a queste due considerazioni, indubbiamente molto serie, sembra possa essere la seguente:

(14) Quest'ultima preoccupazione è riecheggiata e documentata nell'articolo *Fixed or Floating*, apparso su « The Economist », fascicolo del 23 luglio 1955.

1) è meglio rinviare la convertibilità, a tassi di cambio fissi — e non limitata, come ora si propone, solamente ai « non residenti » — sino a quando non sarà stato risolto il problema della liquidità internazionale (15) piuttosto che ripiegare su di una soluzione riconosciuta in anticipo inadeguata;

2) è un grande errore voler instaurare una convertibilità a tassi di cambio fluttuanti anche solo per i « non residenti », prima di aver rimesso in ordine la casa sotto il profilo finanziario e monetario. Una « convertibilità » realizzata a tali condizioni può rapidamente diventare, per dirla con le parole del prof. Rist, un « amiable euphemism » per indicare in sostanza una progressiva svalutazione della sterlina rispetto al dollaro. E sembra fuor di dubbio che severe ed impopolari misure di disciplina monetaria del tipo di quelle adottate dalle Autorità inglesi durante l'anno in corso troveranno un'opposizione ancora più forte qualora fosse aperta la più facile strada della « flessibilità al ribasso ».

M. A. HEILPERIN

(15) Si veda il mio articolo *Liquidità Internazionale e Convertibilità Monetaria (1928 e 1955)*, nella « Rivista di Politica Economica », giugno 1955.