

Inflazione mondiale e politica nazionale di stabilità monetaria ⁽¹⁾

Dalla fine della guerra l'economia mondiale, salvo brevi interludi di stabilità dei prezzi, è vissuta in condizioni d'inflazione. Fra il 1953 e il 1963, secondo calcoli della First National City Bank di New York, la svalutazione annua percentuale, misurata sulla base dell'indice del costo della vita, è stata di 1 per gli Stati Uniti, di 1,8 per la Svizzera, di 2 per la Germania Occidentale, di 2,6 per il Regno Unito, di 2,8 in Italia, di 3,1 in Svezia, di 4 in Francia, di 5,7 in Spagna. In altri paesi le percentuali di svalutazione sono state ancora più alte. Nessun paese sembra sia riuscito a sfuggire completamente all'inflazione mondiale, sebbene alcuni vi abbiano mirato col massimo impegno, inclusi i due paesi — Germania e Svizzera — con i quali l'autore di questo articolo ha maggior familiarità. Perché questi sforzi sono stati vani? Non c'è invero difesa contro « l'importazione » d'inflazione mondiale?

1. Possibili metodi per evitare l'importazione d'inflazione.

In regime di cambi fissi un processo inflazionistico nel resto del mondo può essere trasmesso ad un paese, che si sforza di dominare

(1) Alla fine del 1964 il Comitato di esperti economici della Repubblica Federale Tedesca, istituito ai sensi della legge 14 agosto 1963, pubblicò il suo primo rapporto annuale sotto il titolo: « Moneta stabile - sviluppo continuo ». Uno dei principali assunti del rapporto — la proposta di cambi flessibili per un paese desideroso di mantenere stabile il livello dei prezzi — fu nettamente respinto dalle autorità monetarie, dal Ministero dell'Economia e dalla maggior parte della stampa tedesca. Al rapporto segue, come appendice, un memorandum preparato dal Prof. Egon Sohmen e dall'autore del presente studio sul problema di come un paese può sottrarsi ad un'inflazione mondiale. Il presente studio è basato su quel memorandum. La linea generale dell'argomentazione è la stessa; ambedue i testi discutono in termini similari quattro metodi per evitare l'importazione d'inflazione. Peraltro nel presente studio alcuni punti sono approfonditi, il peso relativo delle varie parti è mutato ed è aggiunto un nuovo paragrafo conclusivo.

le fonti interne d'inflazione, o attraverso afflussi di capitali o attraverso mutamenti della bilancia commerciale. In questo articolo ci concentreremo soprattutto, anche se non esclusivamente, sul secondo caso, poichè la trasmissione di impulsi inflazionistici attraverso flussi di capitale non si accompagna necessariamente con un'inflazione mondiale, ma è da questa provocata soltanto quando « l'isola di stabilità » cerca di bloccare l'inflazione interna rialzando i tassi d'interesse al di sopra del livello prevalente all'estero.

Con cambi fissi, la naturale tendenza dei prezzi verso livelli uniformi fa sì che le variazioni di prezzo in un paese si trasmettano rapidamente ai prezzi di beni identici o simili di altri paesi. Se nel resto del mondo c'è inflazione, i prezzi dei beni d'esportazione di « un'isola di stabilità », che sono in concorrenza con beni stranieri, così come i prezzi dei beni d'importazione, crescono automaticamente. Poichè, per ipotesi, « nell'isola di stabilità » i costi monetari delle industrie d'esportazione per unità di prodotto restano stabili a produzione immutata, i profitti di queste industrie aumentano. Le esportazioni di conseguenza crescono più di quanto sarebbero cresciute per effetto soltanto del generale sviluppo economico; le importazioni invece aumentano di meno a causa del rincaro dei loro prezzi. La bilancia dei pagamenti per partite correnti diventa attiva. L'afflusso di divise che ne deriva conduce direttamente e, attraverso l'aumento di liquidità delle banche, anche indirettamente a una espansione del volume dei mezzi monetari; ciò a sua volta porta a rialzi di prezzo anche per i beni che non sono in diretta concorrenza con prodotti stranieri. L'inflazione è stata importata.

Un paese può cercare di evitare l'importazione d'inflazione in quattro modi diversi:

- 1) applicando gli strumenti ortodossi della politica monetaria e fiscale;
- 2) mediante esportazioni « artificiali » di capitale;
- 3) rivalutando la moneta;
- 4) introducendo cambi flessibili.

I primi due metodi cercano di evitare le conseguenze inflazionistiche di avanzi della bilancia dei pagamenti. Gli ultimi due mirano ad eliminare gli avanzi stessi.

Un avanzo della bilancia dei pagamenti per partite correnti significa sempre che il volume del risparmio del paese supera il volume degli investimenti interni di un importo pari all'avanzo.

Tale avanzo rappresenta quindi esportazione di capitali. Ciò è vero anche per la parte dell'avanzo che assume la forma di accumulazione di oro e divise presso la Banca centrale. Certo, quando si ha afflusso di oro, taluno potrebbe dire che non c'è surplus reale o esportazione di capitale, poichè beni e servizi sono stati pagati dai compratori stranieri. Da questo punto di vista si dovrebbe considerare l'acquisizione di oro come un investimento interno. Peraltro, l'acquisizione di oro, quando vada oltre la quantità necessaria ai fini della liquidità internazionale — a soddisfare cioè un bisogno di liquidità —, significa acquisto di un'attività patrimoniale piuttosto priva d'utilità; e dal punto di vista economico non c'è motivo di considerarla in modo diverso dall'acquisizione di divise estere da parte della Banca centrale. Comunque, nella misura in cui il surplus si traduce in accumulazione di divise, esso è chiaramente un'esportazione di capitale. Questa esportazione di capitale consistente in un trasferimento di risorse reali (e del risparmio che è alla loro base) non nasce da una decisione volontaria degli operatori economici, a ciò indotti da più alti ricavi all'estero, ma dal fatto che il paese esportatore ha meno inflazione degli altri paesi: è cioè un'esportazione involontaria. Essa non è quindi economicamente giustificata, specie quando il rendimento del capitale nel paese esportatore è più alto che all'estero. Queste esportazioni involontarie di capitale possono raggiungere importi molto elevati. Nel 1960, per esempio, l'accumulazione di oro e divise da parte della Banca centrale tedesca ammontò a circa 8 miliardi di marchi, ossia al 2,7% del prodotto nazionale lordo. Tale somma sarebbe stata meglio impiegata in investimenti interni, il cui rendimento era più alto del rendimento delle cambiali del Tesoro americano o del « rendimento in liquidità » fornito dall'oro. Si aggiunga che simili surplus possono essere, e sono stati, adottati a giustificazione di richieste d'aumenti salariali: meglio destinarli al consumo mediante aumenti dei salari piuttosto che cederli all'estero!

Dalle suddette considerazioni discende che l'eliminazione del surplus della bilancia dei pagamenti, cioè dell'involontaria esportazione di capitale, è desiderabile anche per motivi diversi dal pericolo d'inflazione. Pertanto quelli tra i quattro metodi menzionati che non eliminano il surplus ma ne neutralizzano soltanto le ripercussioni inflazionistiche sono in linea di principio — ossia qualora non siano accompagnati da altri speciali vantaggi — meno raccomandabili dei metodi che portano alla scomparsa del surplus.

II. Politica monetaria e fiscale.

Una Banca centrale, aumentando le aliquote delle riserve bancarie obbligatorie, impegnandosi in vendite sul mercato aperto e, se necessario, rialzando il tasso ufficiale di sconto, può impedire a un afflusso di divise estere di provocare l'espansione dei mezzi monetari. Ma questa politica può essere impiegata con successo soltanto transitoriamente a causa di motivi sia reali — concernenti cioè i flussi di beni — sia puramente monetari.

Fattori « reali »: supposto che l'inflazione mondiale sia cronica, una stabilizzazione monetaria perseguita con successo in un paese farebbe diventare sempre più ingente il surplus della sua bilancia dei pagamenti. Ma nessun paese può permettersi di mettere a disposizione del resto del mondo una porzione sempre più grossa del suo reddito nazionale in forma di avanzi di bilancia dei pagamenti. Già per questo motivo una politica di stabilizzazione dei prezzi è impossibile come politica permanente in un mondo inflazionistico con cambi fissi.

Fattori monetari: probabilmente questa politica dovrà però essere abbandonata per ragioni monetarie molto prima di aver urtato contro i suoi limiti « reali ». Il surplus della bilancia dei pagamenti, che nella nostra ipotesi d'inflazione mondiale cronica cresce di continuo, provoca un afflusso di divise ugualmente crescente, che è possibile, anzi probabile, venga ulteriormente rafforzato da un afflusso di capitali, determinato dal relativamente alto livello di tassi che la politica monetaria restrittiva « dell'isola di stabilità » porta con sé. L'inondazione di divise estere ottonderà prima o poi le armi della Banca centrale: alla fine le riserve obbligatorie raggiungeranno i livelli massimi, le scorte di titoli di mercato aperto si esauriranno e la politica dello sconto sarà resa inefficace dalla conseguente irrefrenata espansione della liquidità delle banche. A questo punto si farà quasi irresistibile la tendenza ad eliminare almeno la parte dell'afflusso di divise dovuta a correnti di capitale mediante strumenti non conformi all'economia di mercato, ad esempio con misure di controllo valutario (proibizioni di pagare interessi su depositi bancari di residenti esteri, e così via) (2).

(2) Contro queste nostre argomentazioni Ira O. Scott e Wilson E. Schmidt hanno eccepito (in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », dicembre 1964) che la poli-

Se le autorità si servono di strumenti restrittivi fiscali anziché monetari, ciò non cambia nulla al fatto che la politica di stabilizzazione diventa impossibile a lungo andare a causa dei ricordati motivi reali. Sotto il profilo monetario è bensì ipotizzabile che un paese continui per anni con un avanzo di bilancio e lo sterilizzi cumulativamente; ma ciò è politicamente irrealizzabile, poichè, come insegna l'esperienza, fondi « oziosi » in mano dello Stato provocano irresistibilmente nel Parlamento pressioni per alleggerimenti fiscali o per aumenti della spesa pubblica. Anche la politica fiscale, come quella monetaria, può essere applicata con successo solo transitoriamente. Essa ha sì un vantaggio rispetto alla politica monetaria sotto un certo aspetto, ma questo vantaggio è più che bilanciato da uno svantaggio sotto un altro aspetto.

Il vantaggio consiste nel fatto che la politica fiscale può essere impiegata nella lotta all'inflazione con un tasso d'interesse più basso che la politica monetaria. È vero che ottenere un avanzo di bilancio e sterilizzarlo nel conto del Tesoro presso la Banca centrale implica sottrarre alle banche, come fa una politica monetaria restrittiva con operazioni di mercato aperto, disponibilità liquide, talchè per quanto riguarda la riduzione dell'offerta di credito i due metodi si equivalgono. Una politica fiscale restrittiva contrae però anche la domanda effettiva direttamente e fa sì che la richiesta di credito delle imprese diminuisca, talchè basta un più basso tasso d'interesse a impedire gli effetti inflazionistici di un surplus della bilancia dei pagamenti; ciò ha il vantaggio di ridurre l'afflusso di capitale estero.

Dall'altra parte però la politica fiscale è uno strumento poco flessibile e la sua applicazione è così macchinosa che appare inadatta a risolvere i problemi qui trattati.

Dal punto di vista internazionale, alla politica di stabilizzazione monetaria perseguita da « un'isola di stabilità » può attribuirsi il merito di tendere a frenare l'inflazione mondiale con l'assorbire

tica monetaria potrebbe impedire *ad infinitum* l'importazione d'inflazione. Il Parlamento — essi osservano — potrebbe aumentare i limiti massimi delle riserve obbligatorie, e la Banca centrale, esauriti i titoli in suo possesso, potrebbe emettere proprie obbligazioni; anche l'importazione di capitale provocata da un aumento del tasso d'interesse interno incontrerebbe limiti, poichè l'offerta di capitale estero non è infinitamente elastica. Le obiezioni di Scott e Schmidt hanno trovato, a mio giudizio, una corretta replica da parte di P.M. Oppenheimer (in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », giugno 1965). Vorrei solo aggiungere, a proposito delle prime due obiezioni di Scott e Schmidt, che è consuetudine delle discussioni economiche di assumere come un dato (salvo diverso, esplicito avvertimento) le vigenti disposizioni legislative e regolamentari.

riserve di liquidità di altri paesi. È improbabile tuttavia che questo effetto si faccia sentire prima che « l'isola di stabilità » sia costretta da uno dei due fattori ricordati — reale o monetario — a rinunciare alla politica di stabilizzazione. Inoltre una siffatta politica non provoca atteggiamenti favorevoli « all'isola di stabilità »; al contrario, sottrarre riserve ad altri paesi e spingerli con ciò verso politiche deflazionistiche può essere considerato comportamento « riprovevole », una mancanza di volontà di collaborazione. La pressione internazionale esercitata sul paese in surplus perchè elimini il surplus diventerà tanto più forte quanto più a lungo continua il surplus. Tale pressione, e insieme la consapevolezza che la politica di stabilizzazione alla lunga, se l'inflazione mondiale prosegue, è condannata al fallimento, finirà col far sì che, in regime di cambi fissi, i vari paesi saranno sempre più propensi a rinunciare a priori alla stabilizzazione dei prezzi. Perchè lottare contro l'inflazione, se ciò porta nel foro internazionale sul banco degli accusati e alla fine probabilmente si è costretti ad arrendersi all'inflazione mondiale?

Ma se ogni paese considera l'inflazione mondiale come un alibi per adottare un comportamento passivo di fronte al problema della stabilità dei prezzi, nessuno più si difenderà seriamente contro l'inflazione. L'inflazione mondiale diventerà irrefrenabile. Finchè il mondo occidentale resterà fedele al regime dei cambi fissi, il fatto che la stabilizzazione monetaria ricercata con gli ordinari metodi monetari e fiscali sia destinata alla lunga a fallire non è dunque una ragione perchè un paese rinunci a perseguirla con i mezzi a sua disposizione; altrimenti nessun paese applicherà misure di freno. Se questo riconoscimento prevalesse ovunque, l'inflazione mondiale verrebbe eliminata.

III. Esportazione di capitale.

Un metodo a disposizione di un paese che voglia evitare un afflusso di divise e quindi un'importazione d'inflazione è quello di promuovere esportazioni di capitale; esso ha trovato nella Repubblica Federale Tedesca molti fautori e altrettanti oppositori. Se le divise derivanti dall'avanzo della bilancia dei pagamenti — così i fautori — fossero riesportate, poniamo sotto forma di aiuto a paesi sottosviluppati (è indifferente la forma che l'esportazione di capitale può assumere e il luogo di destinazione: l'ipotesi di aiuto serve sol-

tanto come esempio), la Banca centrale potrebbe evitare di creare mezzi monetari attraverso l'acquisto delle divise in surplus e di accrescere con ciò la liquidità delle banche.

Anche qui, ovviamente, con un'inflazione mondiale di tipo cronico, queste esportazioni di capitale dovrebbero diventare sempre più ingenti. Il fattore « reale » ricordato nel secondo paragrafo renderebbe quindi alla lunga impossibile anche una politica di « assorbimento di divise mediante esportazioni di capitale ». Tuttavia nella nostra analisi prescindiamo da questo aspetto.

Consideriamo il caso in cui la Banca centrale tedesca aumenti le sue esportazioni di capitale a paesi in via di sviluppo, mentre altri paesi, in particolare gli Stati Uniti, che spesso hanno sollecitato una simile evoluzione, procedono a corrispondenti riduzioni delle loro esportazioni di capitale. I paesi in via di sviluppo continuano a ricevere lo stesso importo di divise di prima, ma una quota più ampia proviene dalla Germania e una minore dagli Stati Uniti. Non c'è quindi motivo per mutamenti nei flussi del commercio internazionale. Le esportazioni tedesche e quelle americane restano invariate. La sola conseguenza è che ora la Germania, la quale, ricorrendo ad avanzi di bilancio o a prestiti interni, trasferisce ai paesi in via di sviluppo le divise acquisite attraverso surplus di bilancia dei pagamenti, accumula crediti verso i paesi in via di sviluppo invece che crediti in dollari verso gli Stati Uniti. Dal punto di vista della lotta all'inflazione la via così seguita equivale ad una politica di bilancio restrittiva. Questa porta all'accumulazione di fondi liquidi sul conto del Tesoro, che hanno per contropartita disponibilità in dollari all'attivo della Banca centrale; quando invece lo Stato concede crediti a paesi in via di sviluppo, non aumentano nè i saldi del conto del Tesoro nè i crediti in dollari della Banca centrale. L'essenziale in ambedue i casi, dal punto di vista della lotta all'inflazione interna, è che si sottrae potere d'acquisto al circuito economico mediante avanzi di bilancio. Che questo potere d'acquisto venga sterilizzato oppure fatto scomparire con « l'assorbimento » di dollari è cosa che può sembrare importante, ma che nella sostanza è irrilevante.

Supponiamo ora che le esportazioni di capitale della Germania non siano neutralizzate da riduzioni da parte di altri paesi, che cioè portino ad un aumento del volume complessivo dei prestiti internazionali. In tal caso si avrà da fare con un certo effetto « bumerang », poichè una parte dei fondi aggiuntivi posti a disposizione dei paesi

in via di sviluppo ritornerà attraverso ordinazioni alle industrie tedesche d'esportazione, e così accrescerà di nuovo l'avanzo della bilancia dei pagamenti. Ciò costringerà ad ancor più ingenti esportazioni di capitale nel periodo successivo se si vuole evitare un'ulteriore accumulazione di divise. L'effetto bumerang di esportazioni di capitale sulla bilancia dei pagamenti sarà particolarmente pronunciato se l'aiuto ai paesi sottosviluppati è « legato » ad acquisti nel paese donante. Lo stesso accadrà — se l'aiuto è « legato » — anche nel primo caso di prestiti internazionali immutati nell'importo complessivo. Dal punto di vista della lotta all'inflazione è dunque un controsenso concedere aiuti di sviluppo in forme « legate ».

In definitiva, la politica d'esportazione di capitali, nel caso in cui l'aiuto di sviluppo non accresce il volume complessivo dei prestiti internazionali ed è concesso in forma incondizionata, non si distingue nè in meglio nè in peggio da una politica fiscale restrittiva agli effetti sostanziali della lotta all'inflazione; al contrario, quando viene attuata in forme « legate » e/o accresce il volume complessivo dei prestiti internazionali, è chiaramente peggiore di restrizioni fiscali poichè tende per se stessa ad aumentare l'avanzo della bilancia dei pagamenti. Se si prescinde quindi da considerazioni politiche, non ci sono validi argomenti a sostegno di una politica di « assorbimento » di divise mediante esportazioni di capitale.

L'esportazione di capitali è una specie della politica di controllo valutario. Ma non è la sola specie. In pratica un'altra specie, cui si è già accennato, è diventata più importante: le misure per scoraggiare l'afflusso di fondi privati dall'estero. A questa specie appartengono la proibizione di corrispondere interessi su depositi bancari di non residenti, l'imposizione di tasse sui proventi di titoli nazionali di proprietà di non residenti, il divieto — in Svizzera — di acquisti di titoli nazionali da parte di cittadini stranieri. È ovvio che simili misure ostacolano la progressiva integrazione dei mercati finanziari. E altrettanto ovvia è l'infondatezza dell'opinione che corsi fissi di cambio promuovano l'integrazione economica del mondo quando persista un'inflazione internazionale che porta nei vari paesi a differenti tassi di aumento dei prezzi. Ciò vale non soltanto, come si è detto, nei riguardi dell'integrazione dei mercati monetari e finanziari, ma anche per la convertibilità delle monete e il commercio internazionale: se gli Stati Uniti per ragioni di bilancia dei pagamenti concedono crediti all'estero in forma « legata », i corrispondenti dollari non sono convertibili; e se il Regno Unito introduce

sopradazi all'importazione per difendere i suoi conti con l'estero, compie un passo contrario al processo d'integrazione del commercio internazionale.

IV. Rivalutazione della moneta.

Variazioni dei cambi, sia in forma di adattamenti continui in un libero mercato delle divise sia mediante occasionali netti mutamenti delle parità valutarie, si differenziano dai metodi finora discussi sostanzialmente per il fatto che sciolgono continuamente o in determinati momenti il rigido legame fra i livelli dei prezzi dei diversi paesi. Rialzi di prezzi nel resto del mondo non si trasmettono più automaticamente ai prezzi di beni concorrenti di « un'isola di stabilità », se questa imbocca la strada della rivalutazione della propria valuta. Inoltre il rialzo dei cambi, sostituendosi all'accumulazione di oro e divise, impedisce anche l'insorgere di pressioni inflazionistiche dal lato monetario.

Se non si riesce a istituire un sistema monetario internazionale capace di impedire l'inflazione mondiale, il solo rimedio che a lungo andare resta a un paese deciso a evitare l'inflazione è una politica di variazione dei tassi di cambio. A questo proposito la scelta è soltanto fra cambi liberamente flessibili e periodiche rivalutazioni.

Il metodo delle rivalutazioni periodiche presenta i seguenti tre svantaggi:

a) per cominciare dallo svantaggio meno importante, nessuno può sapere o calcolare quale tasso di rivalutazione sia quello giusto. Soltanto il mercato può trovare il corso « giusto ». Ma poichè le industrie d'esportazione sono sempre contrarie ad ogni rivalutazione, si avrà di regola un'opposizione vivace e rumorosa che costringerà a fissare il tasso di rivalutazione ad una percentuale troppo bassa e insufficiente a ridurre alle dimensioni desiderate l'avanzo della bilancia dei pagamenti;

b) se l'inflazione mondiale è cronica, « un'isola di stabilità » che ha a cuore la stabilità dei prezzi dovrà periodicamente rivalutare e ricorrere, nei periodi intermedi fra le varie rivalutazioni, a misure fiscali e monetarie per mantenere il valore della moneta. Tale politica sarà alla lunga impossibile a causa delle sue ripercussioni sulle industrie d'esportazione. Ogni rivalutazione costringerà queste industrie a limitare le vendite all'estero e ad aumentare quelle all'interno,

mentre l'inflazione mondiale nei periodi intermedi le spingerà ad allargare le esportazioni a danno delle vendite interne; così, alla lunga le industrie d'esportazione si troveranno esposte a fluttuazioni insopportabili e assurdamente ritmiche nella struttura dei loro mercati di sbocco. D'altra parte, quanto più lunghi saranno i periodi intermedi fra le rivalutazioni, tanto più forte dovrà essere la rivalutazione e altrettanto più pronunciata e insopportabile sarà l'ampiezza delle fluttuazioni;

c) le date delle singole rivalutazioni devono essere tenute rigorosamente segrete per impedire la speculazione valutaria. Ma, nonostante tutto, non si può impedire l'insorgere di voci di rivalutazione, voci che poggiano su basi molto reali dal momento in cui l'avanzo di bilancia dei pagamenti diventa ingente. La conseguenza di voci del genere è un forte afflusso di fondi speculativi verso il presumibile paese di rivalutazione, afflusso che è tanto più irrefrenato in quanto è senza rischio, giacché il peggio che può capitare è che la rivalutazione non venga decisa e che lo speculatore nulla guadagni e nulla perda. L'esperienza al tempo della rivalutazione tedesca, nel 1960, ha mostrato che in simili casi i movimenti monetari sono ingentissimi, e sono avvertiti come intollerabili sia dai paesi da cui i fondi defluiscono, sia dal paese verso il quale si dirigono: dai primi, perchè la perdita di riserve li costringe a transitorie misure deflazionistiche (poniamo, a forti rialzi dei tassi ufficiali di sconto) che sarebbero state altrimenti evitabili; dal paese « minacciato da rivalutazione », perchè l'afflusso di divise ostacola seriamente la sua politica anti-inflazionistica. Se la rivalutazione arriva, le correnti monetarie invertono direzione con considerevoli guadagni speculativi a spese della Banca centrale, la quale deve ora cedere le divise a un prezzo più basso di quello a cui le ha acquistate.

Si può quindi ritenere con sufficiente sicurezza che una politica di ripetute rivalutazioni sarà accompagnata da qualche forma di controllo valutario « negativo », mediante il quale si impediranno, con strumenti non conformi all'economia di mercato, quanto meno gli afflussi di capitale. E poichè i movimenti di capitale sono molto difficili da separare dalle transazioni riguardanti gli scambi di merci e servizi, è da temere che questa politica finisca col sopprimere il regime di convertibilità. Al tempo in cui, durante la seconda guerra mondiale, si discutevano le norme statutarie del Fondo Monetario Internazionale, nessuno, dopo tanti anni di controllo valutario, po-

teva prospettarsi come si sarebbero operate variazioni delle parità valutarie in un regime di piena convertibilità. In realtà esse sono molto più appropriate in un regime di controllo valutario, nel quale la speculazione sui cambi può essere impedita o fortemente contenuta. Nè ci si può sottrarre all'impressione che, in conseguenza dell'esperienza passata, variazioni delle parità siano passate di moda. In ogni caso i forti crediti di sostegno concessi all'Italia nel 1963 e l'aiuto massiccio accordato alla sterlina dalle altre Banche centrali alla fine del 1964 indicano che l'avversione contro variazioni dei cambi è profondamente radicata nelle autorità monetarie.

V. Cambi flessibili.

Se i cambi sono flessibili e la Banca centrale non interviene sul mercato valutario nè con acquisti nè con vendite, il saldo della bilancia delle partite correnti è sempre uguale al saldo della bilancia per movimenti di capitale (con segno invertito). Tassi di cambio liberamente oscillanti portano a questa situazione di equilibrio influenzando le singole componenti della bilancia dei pagamenti. Così, un'importazione di capitale spinge al rialzo il corso della moneta del paese importatore, e con ciò stimola le importazioni e ostacola le esportazioni fino al punto in cui il deficit della bilancia delle partite correnti corrisponde all'avanzo dei conti capitali; ugualmente, esportazioni aggiuntive, determinando un rialzo della quotazione della valuta del paese esportatore in conseguenza dell'accresciuta offerta di divise estere, porta ad importazioni aggiuntive fino a raggiungere di nuovo il pareggio della bilancia delle partite correnti, salvochè non intervenga contemporaneamente un'esportazione di capitale che assorba completamente o parzialmente l'offerta eccedente di divise. Se la Banca centrale cerca di influenzare il cambio con acquisti o vendite di divise sul mercato valutario, il suddetto pareggio si realizza soltanto, come nell'attuale sistema, se l'acquisto di oro e divise è bilanciato con un'esportazione e la vendita con un'importazione di capitale. In un regime di cambi flessibili gli interventi della Banca centrale non pongono problemi fin tanto che si limitano ad attenuare le fluttuazioni del cambio intorno alla tendenza e non tentano di influenzare la tendenza stessa.

Il vantaggio di un sistema di cambi flessibili sta in ciò, che può impedire ad un'inflazione mondiale cronica di provocare un cre-

scente avanzo della bilancia dei pagamenti e un'eccessiva espansione dei mezzi monetari, o — come accade a periodiche rivalutazioni — variazioni ritmiche dei mercati di smercio delle industrie d'esportazione. Ciononostante presso il pubblico e presso le autorità monetarie di tutti i paesi « sviluppati » prevale un'indubbia opposizione contro i cambi flessibili. Quali sono i motivi che sono alla base di tale opposizione?

In primo luogo c'è il motivo, spesso ricordato dai governatori delle Banche centrali, che i cambi flessibili, sebbene possano forse in teoria isolare un paese dall'inflazione mondiale, in pratica hanno essi stessi un'influenza inflazionistica. In ogni paese le forze che premono in senso inflazionistico sono potentissime. Se le autorità monetarie venissero private dell'argomento che una politica inflazionistica condurrebbe a deflussi di oro e divise che il paese non può permettersi, perderebbero l'unico solido punto d'appoggio che ancora hanno nella loro lotta contro l'inflazione. Ci si può tuttavia chiedere se una caduta del cambio della propria moneta non sarebbe un avvertimento e un appiglio ancora più efficace di una perdita di oro e divise. Un rincaro delle valute estere è risentito con disagio da una parte ben più vasta della popolazione di quanto non possa avvenire per una perdita di oro e divise di cui la maggior parte del pubblico non si rende conto.

Si obietta, in secondo luogo, che cambi flessibili sarebbero pregiudizievole per gli scambi internazionali di merci e capitali a causa dei più elevati rischi valutari. Senonchè il rischio di cambio può essere evitato da ogni esportatore e importatore ricorrendo al mercato a termine; lo stesso vale anche per chi si impegna in transazioni di capitale a breve termine. Soltanto i movimenti di capitale a lungo termine, data l'impossibilità di acquisti o vendite di ricopertura a scadenze molto differite, potrebbero soffrire — non più però di quanto soffrirebbero quando c'è la possibilità di improvvise svalutazioni o rivalutazioni.

Si afferma, in terzo luogo, che i cambi flessibili aumentano i costi degli scambi internazionali per la maggior necessità di ricorrere a coperture a termine nel mercato valutario. È raro però il riconoscimento che l'unico costo economico in cui si incorre è quello di dover impiegare per operazioni a termine presso banche e imprese forze di lavoro che altrimenti sarebbero disponibili per altre attività.

In quarto luogo si imputa ai cambi flessibili di agire o di poter agire in modo « destabilizzatore ». Che cosa si intenda per « desta-

bilizzatore » da parte di coloro che usano questa espressione non è sempre chiaro. Si potrebbe caratterizzare come destabilizzatore e perciò come indesiderabile soltanto quella speculazione che porta a eccessivi movimenti dei cambi, che poi sono rovesciati dalla stessa speculazione. Simili « irrazionali » fluttuazioni dei cambi possono aversi quando gli speculatori sono presi da una psicosi al rialzo o al ribasso, cosicchè la controspeculazione, che in un assetto razionale dovrebbe intervenire a partire da un determinato corso a causa della crescente divergenza delle opinioni degli operatori, rimane troppo a lungo assente — finchè alla fine, raggiunti corsi esagerati, la psicosi, probabilmente con moto subitaneo, si inverte e probabilmente spinge il cambio a livelli esagerati nella direzione opposta. Una siffatta possibilità non può essere negata, ma è dubbio che essa costituisca un serio argomento contro un sistema di cambi flessibili. Le esperienze del Canada in regime di cambi flessibili sembrano indicare che le psicosi speculative sui mercati valutari — diversamente che sui mercati azionari — non rappresentano affatto un grave pericolo. Del resto la Banca centrale può, se necessario, intervenire per mozzare le punte delle fluttuazioni dei corsi.

Resta da esaminare come un cambio flessibile opererebbe per « un'isola di stabilità », quando si parte dall'assunto, come abbiamo sempre fatto finora, che prevalga nel mondo un'inflazione cronica. In questa ipotesi il corso della moneta « dell'isola di stabilità » mostrerà una continua tendenza al rialzo. Per maggior chiarezza facciamo un esempio concreto.

L'isola di stabilità sia in ipotesi la Repubblica Federale Tedesca; e il tasso di interesse a breve, dominato dal tasso ufficiale di sconto, sia ivi il 5%. Questo tasso sia sufficiente a impedire pressioni inflazionistiche da fonte interna. Nel resto del mondo il tasso di interesse sia pure del 5%; ma questo tasso sia negli altri paesi troppo basso, nel senso che al suo livello insorgono pressioni inflazionistiche; si supponga che di conseguenza il potere d'acquisto della moneta al di fuori della Germania cada del 2% l'anno. In tali circostanze è lecito aspettarsi che — soltanto come risultato dei movimenti delle partite correnti e senza alcun movimento di capitale — il corso del marco tedesco salga di circa il 2% l'anno. Ma ciò significa che coloro che collocano danaro in Germania guadagneranno un 7%: 5% di interesse più 2% per rivalutazione del marco. Il cambio del marco è dunque spinto al rialzo; e finisce col raggiungere un livello, che senza l'afflusso di fondi a breve termine dovrebbe in seguito cadere.

Ciò porta, come si è già detto, a una contrazione delle esportazioni e ad un aumento delle importazioni, finchè il disavanzo della bilancia per partite correnti non abbia raggiunto un importo equivalente all'afflusso di fondi. Una tale inondazione di merci finanziate dal credito estero, se il livello dei tassi d'interesse resta immutato, avrà effetti deflazionistici sull'economia interna.

Ma tendenze deflazionistiche non sono desiderate. Per evitarle le autorità monetarie hanno a disposizione diversi metodi. Il primo consiste nel frapporre ostacoli all'afflusso di fondi esteri: per esempio, mediante proibizione di interessi su depositi a breve di non residenti. L'inclinazione a procedere in questo senso sarebbe senza dubbio forte. Ma avendo rifiutato nei paragrafi precedenti il ricorso a strumenti non conformi ai meccanismi di mercato, dobbiamo per coerenza considerarli indesiderabili anche qui.

La seconda possibilità è un intervento della Banca centrale inteso ad assorbire i fondi che affluiscono dall'estero, senza naturalmente stroncare la tendenza al rialzo del marco tedesco. Questo metodo ha molte ragioni a suo favore; in particolare darebbe modo di controllare, evitando sconvolgimenti dei cambi, un possibile rapido ritiro delle disponibilità accumulate nel corso del tempo da non residenti. Esso è però insufficiente quando l'afflusso di fondi esteri è ingente e continuo. In tal caso l'acquisto delle divise estere da parte della Banca centrale ha effetti inflazionistici e deve essere compensato da misure monetarie o fiscali; si finisce così con l'incontrare le stesse difficoltà che abbiamo già notato (paragrafo secondo) a proposito della politica fiscale e monetaria.

La terza possibilità è la riduzione del tasso d'interesse in Germania al 3%. Ma secondo il nostro assunto questo tasso apre una fonte interna d'inflazione. Con un tasso del 5% si aveva uno sviluppo deflazionistico, col 3% si avrebbe uno sviluppo inflazionistico. Fra i due livelli deve esserci evidentemente un tasso d'interesse al quale l'importazione di beni sul mercato interno, provocata dall'aumento del corso del marco derivante a sua volta dall'afflusso di fondi a breve termine, neutralizza esattamente la pressione inflazionistica posta in essere dalla riduzione del tasso d'interesse interno. Il problema sta nel fissare il tasso ufficiale di sconto a un livello al quale l'afflusso di fondi liquidi dall'estero determina un corso del marco che richiama sul mercato interno un volume di beni sufficiente a impedire l'inflazione. Il tasso di interesse così determinato diviene, per effetto dell'afflusso di capitali esteri, il tasso per così dire d'equi-

librio (senza afflussi di fondi esteri il tasso d'equilibrio era del 5%). Ovviamente non si può pretendere che una Banca centrale trovi esattamente il tasso d'interesse d'equilibrio che impedisce l'inflazione. In questa ricerca essa dovrà scrutare sintomi e indicatori, in primis i movimenti dei cambi e del livello dei prezzi.

VI. Considerazioni conclusive.

Raccogliamo le fila dei risultati delle nostre considerazioni. Dei quattro tipi di politica per difenderci contro l'inflazione « importata » — politica di restrizioni monetarie e fiscali, esportazioni di capitale, variazioni periodiche delle parità di cambio, cambi flessibili — i primi due sono i meno raccomandabili in presenza di un cronico avanzo della bilancia dei pagamenti, poichè lasciano sussistere la radice del male, cioè l'avanzo stesso, e possono essere continuate soltanto per un tempo relativamente breve. Le altre due politiche fanno sì scomparire l'avanzo della bilancia dei pagamenti; ma il sistema delle rivalutazioni periodiche, qualora l'inflazione nel resto del mondo sia un fenomeno duraturo, riesce a tanto solo temporaneamente dopo ogni rivalutazione, mentre il regime di cambi flessibili realizza l'obiettivo, in linea di principio, permanentemente. L'ultimo metodo, quello dei cambi flessibili, appare dunque la soluzione migliore; bisogna peraltro riconoscere che, in caso d'inflazione mondiale cronica, esso impone grosse responsabilità alla politica monetaria del paese in surplus, responsabilità cui le autorità monetarie possono essere in certe circostanze impari.

Quali che possano essere i suoi meriti, il sistema dei cambi flessibili non sembra abbia oggi la minima possibilità di essere adottato. Il problema d'impedire l'inflazione viene quindi spostato dal piano nazionale sul piano internazionale.

Un'inflazione mondiale potrebbe essere controllata soltanto se ci fosse un ordinamento monetario internazionale capace di tenere le riserve valutarie così limitate che nessun paese, per timore di perdere le sue scarse riserve, potrebbe permettersi un processo inflazionistico. Senonchè siamo molto lontani da un ordinamento siffatto. Il desiderio di riserve quanto più possibili abbondanti sembra indomabile. Nel 1913 le scorte auree della Banca centrale germanica coprivano il 9,9% delle importazioni annue; nel 1963 l'insieme dell'oro e delle divise era arrivato a 51,9%. Per il Regno Unito le cifre

corrispondenti erano 5,7% e 20,1%, per l'Olanda 4% e 33%. Perfino nei due paesi che già nel 1913 avevano riserve insolitamente elevate, cioè in Francia e negli Stati Uniti, le riserve erano allora più basse di oggi; erano cioè per la Francia a 40% nel 1913 contro 48,8% nel 1963; negli Stati Uniti equivalevano nel 1913 al 78,1% delle importazioni, nel 1963 al 92,4%. Ciononostante si lamenta oggi da molte parti una deficienza di riserve, mentre, per ciò che mi consta, nessuno sollevava un problema del genere avanti la prima guerra mondiale.

L'esame del comportamento e delle aspirazioni della maggior parte dei paesi rivela che la loro tendenza ad accumulare riserve deriva semplicemente dal desiderio di differire quanto più a lungo possibile la reazione, sempre impopolare, a un deficit dei conti con l'estero, cioè l'applicazione di una politica monetaria restrittiva. Questa tendenza è eufemisticamente prospettata sotto le vesti della necessità di aver tempo sufficiente per procedere ai dovuti aggiustamenti con gradualità e possibilmente senza danni per il paese e per il resto del mondo. Tale opinione è particolarmente evidente nella posizione assunta dal sottocomitato per i problemi valutari internazionali della Camera dei Deputati statunitense nei riguardi delle proposte formulate dal cosiddetto Gruppo dei Dieci. Il Gruppo dei Dieci aveva ammesso che le riserve valutarie non sarebbero oggi scarse. Tale assunto è stato contestato dal sottocomitato. Per questo la scarsità di riserve risulterebbe dal fatto che gli Stati Uniti, l'Inghilterra, il Canada, il Giappone e l'Italia hanno dovuto prendere negli ultimi tempi misure restrittive nella politica monetaria e in altri campi per impedire una pericolosa contrazione delle loro riserve valutarie. Anche la rete degli accordi swap e degli altri crediti bilaterali comproverebbe — secondo il sottocomitato — che il sistema monetario internazionale soffre di una carenza di riserve. Non si potrebbe più chiaramente affermare che esiste mancanza di riserve internazionali ogni qualvolta un qualsiasi paese del mondo si vede costretto a misure restrittive per ragioni di bilancia dei pagamenti. Le riserve sarebbero sufficienti solo quando un paese può condurre all'interno qualunque politica economica gli aggradi senza mai essere disturbato da problemi di bilancia dei pagamenti! Se una simile opinione fosse largamente adottata, scomparirebbe l'ultimo elemento costrittivo — il vincolo della bilancia dei pagamenti — che oggi è d'ostacolo in molti paesi a politiche ancor più fortemente espansivistiche e inflatorie.

Bisogna pertanto considerare con qualche dubbio i piani di riforma del sistema monetario internazionale che si preoccupano esclusivamente della creazione di riserve adeguate. Dal punto di vista della lotta all'inflazione nel mondo e quindi in ogni singolo paese mi sembra ugualmente urgente di trovare strumenti che costringano i singoli paesi a reagire più prontamente a disavanzi con l'estero provocati da processi inflazionistici interni e con ciò a troncare l'inflazione più rapidamente di quanto accada oggi. Sviluppare un ordinamento monetario capace di esercitare tale salutare pressione mi pare altrettanto essenziale che escogitare piani per provvedere il mondo di nuove riserve.

FRIEDRICH A. LUTZ