

Sul problema di una maggiore flessibilità dei cambi: definizioni, teorie, strategie

Sono noto (tristemente noto, forse) per la mia passione per gli esercizi di semantica. Alcuni amici, al leggere questa dichiarazione di apertura, probabilmente trasaliranno e borbotteseranno: « Ecco che ricomincia ». Non temete. Non ho intenzione di sciorinarvi 57 significati di « flessibilità », 15 di « fascia di oscillazione », 14 di « parità mobili » e 13 di « cambi fissi ». Cercherò soltanto di compiere un necessario lavoro chiarificatore per evitare, nelle future discussioni, perdite di tempo derivanti dall'uso di parole uguali con significati diversi.

Non che io voglia imporre a nessuno il significato da dare a un termine ambiguo. Ci dev'essere libertà di parola, anche di parole ambigue e nebulose. Può però essere utile localizzare alcune delle trappole semantiche più comuni cosicché, se vogliamo veramente essere compresi, possiamo evitare le espressioni atte a generare confusione.

Questo articolo ha anche un altro scopo. In taluni casi proporrò certe distinzioni che mi sembrano utili a porre in migliore evidenza i problemi che dobbiamo risolvere. Cercherò inoltre di mettere in guardia contro le esagerate pretese dei partigiani di questo o quel sistema « impeccabile », nuovo o vecchio che sia. Il problema non è, infatti, quello di trovare una soluzione « perfetta », ma soltanto una soluzione che riduca gli inconvenienti attuali.

Cambi fissi e parità monetarie.

Poiché nelle discussioni correnti si fa un gran parlare di tassi fissi (« pegs ») e di parità, è bene in primo luogo stabilire se diamo a queste parole lo stesso significato o significati differenti.

Quando John Williamson parlava di « pegs striscianti » (*crawling pegs*), e James Meade di « parità scorrevoli » (*sliding parities*),

chi avesse inteso i due termini come sinonimi sarebbe stato giustificato. Eppure esistono molte monete (più di 20) per le quali non è mai stata dichiarata una parità, ma il cui tasso di cambio nei confronti del dollaro è stato fissato (*pegged*) dalle rispettive autorità monetarie. Per contro, esistono altre monete (circa 15) le cui parità ufficiali, concordate col F.M.I., non sono state osservate, mentre è stato fissato il tasso di cambio col dollaro (sia pure modificabile di tanto in tanto). È bene quindi riconoscere che spesso « pegs » e parità monetarie non sono la stessa cosa.

Se usiamo l'espressione « peg » per indicare il tasso di intervento, ossia il tasso di cambio al quale le autorità monetarie di un paese intervengono sul mercato valutario per preservare la moneta nazionale da cedimenti o rialzi, dovremmo parlare in realtà di *due* « pegs »: un prezzo massimo di vendita e un prezzo minimo di acquisto del dollaro. Quando il margine fra questi due prezzi è ristretto, poniamo del 2%, come è prescritto dall'Accordo del F.M.I., sarebbe forse un po' pedante parlare di due tassi intorno alla parità. Ma se il margine è ampio, è allora lecito parlare dei due tassi estremi di intervento come di un paio di « pegs ».

Non possiamo legiferare sull'uso corretto di queste espressioni. In molti casi non sarà un gran male prendere i « pegs » per parità. Ma è opportuno far attenzione in situazioni eccezionali in cui « pegs » e parità non sono la stessa cosa. D'ora in poi userò con parsimonia il termine « peg » e parlerò per lo più di parità. Ma queste, tengo a precisarlo, non sono necessariamente quelle concordate con il Fondo Monetario, ma possono essere i tassi medi d'intervento fissati per più o meno lunghi periodi.

Per certi paesi si è venuto sviluppando un sistema molto particolare per aggiustare i tassi di cambio. Là dove il tasso d'inflazione è così elevato che lunghi indugi nel modificare i cambi comporterebbero intollerabili « maldistribuzioni » delle risorse produttive, sono molto indicate frequenti variazioni dei tassi di cambio. Alcuni di questi paesi non hanno parità (o hanno abbandonato quella un tempo adottata). Possono però avere tassi di cambio ufficiali, fissati temporaneamente e periodicamente modificati, magari una o due volte al mese. Tali variazioni non possono essere denominate parità « striscianti » (« *gliding* » o « *crawling* ») a causa della loro ampiezza. Ma anche la definizione di « cambio variabile a balzi » (« *jumping peg* ») non è appropriata, dal momento che la parola « balzo » suggerisce l'idea di un salto improvviso dopo un lungo

periodo di immobilità. Alcuni commentatori, ricorrendo alla terminologia usata per i diversi gradi di intensità del fenomeno dell'aumento dei prezzi — inflazione « strisciante », « trotante », « galoppante » —, parlano di cambi « trotanti » (« *trotting peg* ») per definire un sistema in cui il tasso ufficiale di cambio subisce rapide modificazioni in un processo inflazionistico per l'appunto « trotante ».

Il cambio « trotante » non trova molto posto in una discussione che verte essenzialmente sulle monete di paesi in cui l'inflazione è solo strisciante. Questi paesi hanno di solito una valida parità ufficiale; la scelta, per essi, è tra parità variabili « a balzi » e parità « striscianti » o « scorrevoli » (« *gliding parities* »).

I diversi sistemi di cambio.

Nel parlare di sistemi di cambio sarà utile usare una terminologia coerente. Suggestisco quindi di distinguere fra: *a*) sistemi con parità *immutabili*; *b*) sistemi con parità *variabile repentinamente*; *c*) sistemi con parità *gradualmente variabili*; *d*) sistemi *senza parità*. L'espressione « parità fisse », che vale sia per le parità immutabili sia per le parità variabili, ingenera confusione, e perciò è da evitare. Definizioni alternative potrebbero essere parità « variabili a balzi » in luogo di parità variabili repentinamente (o discontinuamente) e parità « scorrevoli » in luogo di parità soggette a variazione graduale. Sistemi senza parità sono quelli a cambio liberamente flessibile (fluttuante) e inoltre quelli nei quali i tassi sono influenzati da interventi ufficiali non sistematici sul mercato valutario e da restrizioni per alcuni tipi di transazioni; i sistemi senza parità ufficiali non coincidono, quindi, con quelli a cambi liberamente flessibili.

Per i sistemi a parità immutabili è forse opportuna qualche osservazione. Le parità sono immutabili soltanto in regimi aurei nei quali gran parte della circolazione monetaria sia costituita di monete d'oro. In un regime di « gold bullion standard », in cui l'oro non circola come moneta ma è comprato e venduto solo dalle autorità monetarie, il prezzo ufficiale dell'oro può essere mutato e, per conseguenza, le parità non sono da considerare immutabili. Certo, esistono sistemi che sanciscono per legge il mantenimento di un rapporto costante fra circolazione monetaria e riserve auree ufficiali (con un immutabile prezzo dell'oro). Tali sistemi aurei ortodossi sarebbero compatibili con cambi invariabili; ma potrebbero durare solo a condizione che le collettività dei paesi interessati fossero disposte a trascurare gli

obiettivi del pieno impiego, dello sviluppo economico e via dicendo. Discutere questa teorica possibilità è pura perdita di tempo; piaccia o no, essa esula dal mondo d'oggi. La scelta è quindi limitata a tre soli sistemi fra quelli citati: a variazione repentina (a balzi), a variazione graduale (« crawling », « gliding », « sliding »), senza parità.

Grado di « mobilità » della parità e ampiezza della fascia di variazione.

Quando una variazione è un « balzo » e quando, invece, è di tipo « strisciante » (o « scorrevole »)? O, con linguaggio più formale, in che cosa consiste un aggiustamento *discontinuo*, ed uno *graduato*, della parità?

Mancano precedenti storici per orientare le nostre scelte terminologiche. La teoria economica suggerisce di considerare *graduati* quelle variazioni dei cambi la cui attesa provocherebbe, sul mercato valutario, effetti facilmente neutralizzabili da modeste differenze fra i tassi d'interesse praticati nei paesi interessati. Propongo un 3% l'anno e un 1% per volta come linea divisoria; discontinue o repentine sarebbero le variazioni dei cambi che superano questi limiti. In un senso più restrittivo, la variazione di una parità può essere considerata graduale solo se il limite superiore del tasso di variazione è una piccola frazione di 1% per settimana o per mese. Il piano di parità « scorrevole » più noto suggerisce un massimo di aggiustamento di 1/26 di 1% per settimana (l'effetto cumulato annuo corrisponderebbe ad una variazione di poco più del 2%). Una recente variante pone il limite superiore a 1/10 di 1% ogni quindicina; ciò corrisponderebbe ad una variazione massima annua pari a 2½% circa.

Le variazioni discontinue delle parità delle principali monete, dall'epoca dell'entrata in vigore degli accordi di Bretton Woods, hanno spaziato dal 5% della rivalutazione del marco tedesco e del fiorino olandese nel 1961 al 38,7% della svalutazione del franco francese nel 1949. Per lo più i « balzi » della parità sono stati scossoni di fine settimana, dopo mesi di voci insistenti, di speculazioni private e di smentite ufficiali.

Nei sistemi che ammettono aggiustamenti, vuoi discontinui vuoi graduati, si può consentire ai tassi di cambio di deviare dalle parità entro certi limiti. La zona di fluttuazione può essere ampia o ristretta.

Questi aggettivi richiedono qualche precisazione. Poiché le norme del Fondo Monetario consentono oscillazioni intorno alla parità col dollaro fino all'1% in più o in meno, cioè una fascia del 2%, si potrebbe parlare di fascia « più ampia » ogni qualvolta si superasse il limite del 2%. Dato però che la Svizzera, in teoria se non in pratica, ammette oscillazioni entro una fascia del 3%, è più opportuno prendere questo valore come punto di riferimento. Per fascia « più ampia » intenderò quindi una fascia di ampiezza complessiva superiore al 3%. Nella maggior parte delle discussioni concernenti l'allargamento della fascia vengono prese in considerazione ampiezze del 4, 5, 6, 8 o 10 per cento.

Nel definire l'ampiezza di una fascia è preferibile fare riferimento alla sua larghezza complessiva, anziché ricorrere ad espressioni del tipo « x% da una parte e dall'altra della parità »; potrebbero infatti esserci distanze asimmetriche dalla parità. Così, potrebbe accadere che le autorità monetarie siano disposte a consentire ribassi delle quotazioni del dollaro fino al 4%, ma rialzi soltanto nei limiti del 2%; l'ampiezza della fascia sarebbe del 6%, ma la parità non sarebbe nel punto centrale.

Quali ragioni possono render preferibile una fascia di oscillazione con parità eccentrica, ossia con distanze asimmetriche dei punti estremi dalla parità? Evidentemente a una fascia di questo tipo possono essere favorevoli le autorità monetarie che abbiano ragione di ritenere che i tassi di cambio delle loro monete tendano a deviare dalla parità più in un senso che nell'altro. Probabilmente, ad esempio, gli economisti tedeschi non ritengono che per i cambi del marco i ribassi al disotto della parità possano essere così frequenti e prolungati come i rialzi sopra la parità. Se, per effetto della diversa intensità delle spinte inflazionistiche all'interno e all'estero, la pressione del mercato si esercita prevalentemente nel senso di un rafforzamento della posizione del marco, può essere ragionevole predisporre per le quotazioni del marco un margine di aumento più ampio del margine di riduzione.

Se le differenze fra i tassi d'inflazione persistono per anni, una fascia di fluttuazione, per quanto ampia e asimmetrica, non potrebbe garantire a lungo un regime di flessibilità. Le quotazioni del marco raggiungerebbero il limite superiore e vi rimarrebbero, costringendo le autorità monetarie tedesche ad accettare l'« inflazione importata ». L'unica via di uscita sarebbe l'adozione di una parità mobile (« crawl » o « glide »). E, con divari nella pressione inflazionistica sempre dello

stesso tipo, il « movimento » della parità sarebbe a senso unico: verso l'alto.

L'idea di una parità mobile non è molto gradita alle autorità monetarie dei paesi che hanno tassi d'inflazione permanentemente al di sopra della media. Esse temono che un movimento graduale di svalutazione possa accelerare l'aumento dei prezzi e creare una mentalità inflazionistica nel mondo economico e sindacale. Se il sistema delle parità mobili è più accetto ai paesi che oppongono una forte resistenza all'inflazione dei prezzi che non ai paesi incapaci di evitare forme più rapide d'inflazione strisciante, un sistema di parità mobili in una sola direzione può avere maggiori probabilità di attuazione di un sistema a variabilità in ambedue le direzioni.

Se le parità delle varie monete sono espresse in dollari, una fascia dell' $x\%$ per le oscillazioni del cambio in dollari di ogni moneta significa che i cambi fra due altre monete possono oscillare di $2x\%$. Se, per esempio, in un certo momento il cambio del franco francese rispetto al dollaro fosse al limite superiore della fascia di fluttuazione e la lira italiana al limite inferiore e se, successivamente, lira e franco invertissero le loro posizioni reciproche percorrendo, in direzioni opposte, tutta l'ampiezza della fascia, i tassi di cambio reciproci delle due monete subirebbero una variazione percentuale doppia di quella subita da ciascuna delle due monete in termini di dollaro. Per questo certi operatori rabbriviscono di fronte alle proposte di allargare al 10% la fascia di fluttuazione dei cambi in termini di dollaro: ciò significherebbe consentire variazioni del 20% fra i tassi di cambio di ogni coppia di monete.

Maggiore flessibilità.

« Maggiore » nell'espressione « maggior flessibilità » significa una flessibilità più ampia di quella oggi esistente, ma meno che illimitata. Il fatto che le variazioni del cambio debbano essere limitate significa che le autorità monetarie devono intervenire con operazioni di acquisto e vendita della « valuta d'intervento » prescelta — di solito il dollaro — ogni qualvolta le sue quotazioni tendano a salire o a scendere oltre i limiti di flessibilità stabiliti. Tali limiti sono indicati o dal margine superiore e inferiore della fascia di oscillazione, o dalla massima variazione percentuale consentita rispetto alla parità, o da ambedue le espressioni. Alcune autorità monetarie ritengono che il loro intervento sia opportuno, e persino necessario, anche

quando le oscillazioni dei cambi si mantengono entro la fascia consentita. Altre autorità dissentono; ed entrambe le parti sostengono che i rispettivi punti di vista troverebbero conferma nell'esperienza. Non prendo posizione nella controversia; mi limito a chiarire una espressione usata dagli economisti: « flessibilità manovrata » — la quale ricorrerebbe quando le autorità monetarie intervengono sul mercato, acquistando e vendendo divise, prima che siano raggiunti i margini estremi della fascia di oscillazione dei tassi intorno alla parità o il limite consentito per eventuali variazioni della parità.

Un compromesso per ciò che riguarda l'entità dell'intervento delle autorità monetarie è stato proposto nella forma di una fascia interna entro una fascia esterna. La fascia interna, pari, poniamo, al 3% , sarebbe completamente immune da interventi, da « manovre », campo riservato al libero giuoco delle forze del mercato. I due lembi esterni o fasce marginali, ciascuna pari, poniamo, a un $1\frac{1}{2}\%$, sarebbero le zone di possibile intervento delle autorità valutarie al fine di mantenere condizioni di mercato « ordinate » (o di sentirsi importanti, come insinuerebbero i fautori del libero mercato). Ci sarebbe insomma una flessibilità « manovrata » intorno ad un nucleo di « libera » flessibilità.

Ogni modificazione della parità ufficiale sarebbe sempre « manovrata », nel senso che solo l'intervento delle autorità monetarie potrebbe assicurare alla variazione un determinato valore. In un sistema che accoppi una più ampia fascia di fluttuazione con una parità mobile, il movimento della parità potrebbe avvenire all'interno della fascia circostante alla parità precedente, talché potrebbe accadere che il cambio effettivo restasse immutato nonostante l'aggiustamento ufficiale della parità. In questo caso le autorità non dovrebbero intervenire in alcun modo, a meno che l'intervento non fosse giustificato da particolari ragioni, reali o apparenti. In ogni modo, una variazione della parità, per quanto piccola, sposterebbe la fascia delle *permesse* oscillazioni dei cambi, anche se il cambio effettivo, trovandosi all'interno della fascia, restasse immutato.

Ho già detto che maggiore flessibilità non significa flessibilità illimitata; onde il concetto di flessibilità non è incompatibile con quello di intervento delle autorità monetarie sul mercato dei cambi. I limiti della variazioni dei cambi fin qui discusse sarebbero rappresentati dall'ampiezza della fascia e/o dal massimo tasso di variazione previsto per la parità mobile. Un sistema molto diverso di « maggiore flessibilità » non limiterebbe invece le variazioni dei

cambi, ma per contro limiterebbe la facoltà delle autorità di impedire variazioni dei cambi con interventi sul mercato. La limitazione delle compra-vendite ufficiali sul mercato valutario potrebbe, per esempio, essere realizzata ponendo limiti alle variazioni delle riserve valutarie tenute dalle autorità. Quando le autorità vendono valuta estera e così impediscono che una sua domanda eccessiva abbassi il cambio della moneta nazionale, le riserve diminuiscono; la fissazione di un limite alla riduzione delle riserve arresterebbe ulteriori vendite ufficiali di valuta estera. Viceversa, quando le autorità monetarie acquistano valuta estera e così impediscono che una sua offerta eccessiva rialzi il cambio della moneta nazionale, le riserve aumentano; di nuovo, l'imposizione di un limite massimo all'accumulazione di riserve impedirebbe ulteriori acquisti ufficiali di valuta.

Un sistema di questo tipo è stato usato per parecchi anni in Canada, e con pieno successo secondo il parere dei più qualificati osservatori. I limiti alle variazioni delle riserve ufficiali non erano fissati da accordi internazionali, ma dalle autorità monetarie canadesi. Con le opportune modificazioni istituzionali, questo tipo di « invariabilità limitata » dei cambi potrebbe funzionare bene su scala mondiale. L'idea su cui esso poggia è relativamente semplice: dal momento che ingenti accumulazioni o riduzioni delle riserve sono sintomi di cambi fuori fase (squilibrio fondamentale), i vari paesi dovrebbero impegnarsi a interrompere ogni ulteriore accumulo o riduzione di riserve. Con la cessazione degli interventi ufficiali, i cambi sarebbero lasciati liberi di « aggiustarsi » alle forze del mercato. Questo sistema è giustamente considerato fra quelli a « maggiore flessibilità » dei tassi di cambio, nel senso che esso impedisce alle autorità di mantenere troppo a lungo i cambi intorno a livelli « equilibrati ».

Tipi di parità mobili.

Un tempo ero solito distinguere fra due tipi di parità mobili: uno basato su aggiustamenti discrezionali, l'altro basato sull'applicazione di una formula fissa. Recenti discussioni mi hanno insegnato che una più chiara esposizione impone di distinguere quattro tipi fondamentali; le variazioni della parità possono essere:

- I) profilattiche oppure curative;
- II) discrezionali oppure automatiche mediante l'applicazione di una formula prestabilita;

III) equilibranti oppure disequilibranti;

IV) spontanee, presuntive (con o senza sanzioni per le trasgressioni), obbligatorie.

Una variazione della parità o, piuttosto, una sequenza di piccole e continue variazioni della parità è profilattica se intende impedire il sorgere o l'aggravarsi di squilibri nella bilancia dei pagamenti; è curativa se è volta a eliminare o ridurre squilibri esistenti. Quando, qualche anno fa, il Comitato degli Esperti Economici tedeschi propose che il marco fosse rivalutato del 2% l'anno, questo « slittamento » della parità voleva essere profilattico. I tedeschi infatti ritenevano di poter limitare il tasso d'inflazione interna al 2% l'anno, ma prevedevano che, per i loro più importanti partners commerciali, il tasso di aumento dei prezzi avrebbe raggiunto almeno il 4% l'anno, talché un cambio del marco invariato avrebbe provocato un surplus nella bilancia dei pagamenti con una conseguente espansione della domanda effettiva e quindi un tasso d'inflazione superiore a quello programmato — una cosiddetta « inflazione d'aggiustamento ». La proposta non fu accettata e il marco divenne sempre più sottovalutato. La rivalutazione dell'ottobre 1969 fu, essenzialmente, curativa.

Una variazione della parità è discrezionale se è decisa dalle autorità in base a valutazioni *ad hoc*, e non in applicazione di una formula prefissata. (Una variazione profilattica è sempre discrezionale, poiché implica una valutazione di eventi futuri, non già un riferimento a dati del passato. Le variazioni curative, invece, possono essere sia discrezionali sia determinate con formula). Il sistema della formula prestabilita si basa sulla scelta di certi dati statistici i cui movimenti devono servire per decidere se, in quale direzione e di quanto debba essere modificata la parità. Gli indici più frequentemente suggeriti per questo scopo sono i movimenti dei tassi di cambio a pronti delle divise estere rilevati nel periodo precedente (sei mesi o più) e dei tassi di cambio a termine, le variazioni delle riserve della Banca centrale, le modificazioni della bilancia dei pagamenti, l'andamento delle partite correnti. Formule basate unicamente su questi dati possono, peraltro, condurre a risultati del tutto errati. L'approfondimento di ciò che è avvenuto nel passato e dei risultati che deriverebbero dall'applicazione di diverse formule alternative (regole empiriche) riuscirà probabilmente a migliorare gli strumenti di navigazione in queste acque ancora poco esplorate. La mia impressione è che variazioni dei cambi entro limiti più estesi di quelli attuali offriranno

indicazioni più utili; esse, è ovvio, devono essere combinate con i dati riguardanti interventi ufficiali, che possono nascondere le vere tendenze del mercato, e anche, possibilmente, con i dati riguardanti movimenti di capitali privati presumibilmente temporanei (o addirittura reversibili).

La terza classificazione, fra variazioni di parità « equilibranti » e « disequilibranti », si può applicare sia alle intenzioni che ai risultati effettivi. Variazioni « equilibranti » nelle intenzioni possono in realtà avere effetti « disequilibranti ». Ciò può accadere perfino negli interventi basati sull'applicazione di formule prefissate, quando i dati usati come indici sono errati, insufficienti o inadatti. È facile immaginare situazioni in cui la formula prescelta suggerisce variazioni della parità errate per dimensioni o per segno o addirittura superflue. Anche le variazioni della parità di tipo discrezionale possono, senza volerlo, provocare squilibri, quando le valutazioni delle autorità sono sbagliate. Tutte le variazioni curative mirano ad essere « equilibranti »; tendono cioè a eliminare uno squilibrio preesistente. Anche le variazioni profilattiche tendono ad essere « equilibranti » nei riguardi non di uno squilibrio esistente, ma di uno squilibrio incipiente (che cioè potrebbe insorgere, se le parità non fossero aggiustate alle modificazioni in corso nei redditi e nei prezzi relativi). Variazioni di parità intenzionalmente « disequilibranti » potrebbero derivare da pressioni esercitate da settori impegnati nell'esportazione o nella concorrenza con produzioni d'importazione. Esse rientrerebbero tra le svalutazioni « competitive », miranti a creare un surplus dei conti con l'estero, ad accumulare riserve valutarie, ad accrescere l'occupazione interna o ad « esportare disoccupazione ». Criteri pratici di distinzione potrebbero esser trovati nei bilanci del sistema bancario, e particolarmente in quello della Banca centrale. Una svalutazione, ad esempio, può avere lo scopo di accompagnare un'espansione delle attività interne del sistema bancario e così arrestare o impedire le connesse perdite di attività sull'estero; o può invece mirare ad accrescere le attività sull'estero. Nel primo caso la variazione è « equilibrante », ossia un aggiustamento a un'eccessiva espansione del credito interno; nel secondo caso è « disequilibrante », intesa a provocare un aumento della liquidità interna e della domanda effettiva mediante un rafforzamento della bilancia commerciale (più esportazioni, meno importazioni).

La quarta categoria si riferisce al carattere volontario o involontario delle variazioni della parità, tutte di natura intenzionalmente

« equilibrante ». (Una variazione su formula prestabilita può essere del tutto volontaria, se non è imposta né reclamata da paesi esteri o da organizzazioni internazionali). Potremmo distinguere quattro gradi di influenza esterna, varianti da zero al 100%. L'allineamento della parità è spontaneo se non vi è stata alcuna sollecitazione dall'estero. È « presuntivo » (il termine è di Cooper) se può essere considerato la misura più appropriata, in quelle determinate circostanze, sulla base di intese o accordi precedenti. La « presunzione » può essere sostenuta soltanto da considerazioni di *fair play* (« è la cosa giusta da fare »), oppure può essere rafforzata da vari tipi di sanzioni, imposte da altri paesi o organismi internazionali. Infine, la variazione della parità può essere obbligatoria, forse non solo nel senso che il paese è strettamente tenuto ad attuarla secondo norme internazionali ma anche nel senso che altri paesi o un'organizzazione internazionale hanno la possibilità di imporla, per esempio, mediante interventi sul mercato dei cambi (1).

Flessibile, stabile, fisso.

La flessibilità è spesso confusa con l'instabilità. Ciò è comprensibile perché, se « flessibilità » è il contrario di « rigidità », essa ammette variazioni, e, per definizione, ampie variazioni costituiscono instabilità. In questo ragionamento vi sono però due passaggi arbitrari: il primo, dalla possibilità che si verifichino variazioni all'effettivo verificarsi di esse; il secondo, da variazioni ad ampie variazioni. Inoltre, vi si avverte l'assenza di due concetti: in primo luogo, la distinzione fra variazioni intorno a un punto — oscillazioni — e variazioni in un'unica direzione; in secondo luogo, la specificazione indispensabile del periodo di tempo in cui le variazioni avvengono — di giorno in giorno, da un anno all'altro, o nel corso di qualche anno.

L'esperienza del passato è di poco aiuto nel chiarire i rapporti fra flessibilità e instabilità dei tassi di cambio. Naturalmente, molti paesi hanno avuto cambi molto instabili in periodi in cui i tassi

(1) Il pool di riserve internazionali (conto di regolamento o di conversione) che ho proposto in altri scritti dovrebbe avere la facoltà di aggiustare i tassi di cambio con riferimento a continue e ingenti accumulazioni o diminuzioni dei depositi detenuti nel pool dai paesi partecipanti. Cfr. F. MACHLUP, *Remaking the International Monetary System* (Baltimore, Johns Hopkins Press, 1968), pp. 117-118.

erano flessibili, ma in quei periodi tassi fissi non avrebbero funzionato affatto. Abbiamo, d'altra parte, esempi di cambi flessibili molto stabili, e numerosi esempi di instabilissimi cambi fissi, « rifissati » di tempo in tempo. Certo, nel lungo periodo cambi fissi possono non essere stabili, e cambi flessibili possono non essere instabili. Bisogna quindi evitare di confondere la flessibilità con l'instabilità.

Ciò però non esclude che si debba tener conto degli effetti di una maggior flessibilità dei cambi sulla mentalità e sul *modus operandi* dei banchieri centrali. Alcuni ritengono che, in un regime di cambi fissi, una forte riduzione delle riserve valutarie costituisca un efficace avvertimento per le autorità monetarie, pressate da governi prodighi e da imprenditori portati ad accentuare gli investimenti; sarebbe un « segnale » indispensabile per la disciplina monetaria. Altri pensano che il deprezzamento della moneta nazionale sul mercato dei cambi, in regime di cambi flessibili, sia un segnale ancora migliore, perché più pronto e più evidente. Purtroppo, né l'esame dei dati disponibili, né l'analisi delle attuali opinioni e atteggiamenti potranno risolvere la questione e dirci quale dei due « avvertitori » sia il più efficace a promuovere una maggiore disciplina in campo fiscale e monetario. La questione, comunque, rimane importante.

A proposito di flessibilità, è bene chiarire un dubbio puramente semantico. Un tasso di cambio interessa necessariamente le monete di due paesi; ma può darsi che soltanto uno dei due paesi si preoccupi di fissare il corso del cambio e mantenerlo a quel livello, mentre per l'altro paese il fatto che il cambio sia fisso oppure no può non avere importanza; in questo caso è logicamente ammissibile affermare che il tasso di cambio è fisso dal punto di vista del primo paese, ma flessibile dal punto di vista del secondo. Quest'ultimo — per esempio, gli Stati Uniti — non interviene sul mercato dei cambi; e il cambio, per quanto lo riguarda, potrebbe quindi variare. Non facendo nulla per impedire variazioni del cambio, gli Stati Uniti potrebbero considerarlo flessibile, anche se in realtà esso è rigido per effetto degli interventi dell'altro paese.

Questa interpretazione soggettiva della flessibilità è forse stata fonte più spesso di confusione che di chiarezza. È più semplice considerare flessibili i cambi solo nel caso in cui nessuno dei due paesi interessati cerca di mantenerli immutati entro limiti ristretti. Poiché il dollaro è la moneta d'intervento più usata, dovrebbe essere ovvio che le decisioni di accrescere la flessibilità dei cambi spettano ai paesi diversi dagli Stati Uniti. Altrettanto ovvio dovrebbe essere che

un sistema di maggior flessibilità non implica una flessibilità universale; significa semplicemente che i vari paesi non sono scoraggiati dall'optare per una maggiore flessibilità dei rispettivi tassi di cambio col dollaro.

Soppravvalutazione, sottovalutazione.

Il motivo per cui alcuni paesi potrebbero preferire un maggior grado di flessibilità è la constatazione che un tasso di cambio fissato in un certo momento a un livello « d'equilibrio » difficilmente rimane un tasso d'equilibrio per lungo tempo. Ogni sorta di eventi sopraggiunge a trasformare un tasso di cambio da « giusto » a « incongruo », cioè tale che la bilancia dei pagamenti — in mancanza di misure correttive della domanda effettiva in senso deflazionistico o inflazionistico — sarebbe cronicamente in deficit o in surplus.

Un tasso di cambio, al quale la bilancia dei pagamenti di base di un paese è cronicamente in surplus, può dirsi sottovaluti la moneta di quel paese; un cambio al quale la bilancia dei pagamenti di base è cronicamente in disavanzo può dirsi invece che la sopravvaluti. La sottovalutazione è corretta nel modo più rapido da una rivalutazione; la sopravvalutazione si elimina con la svalutazione; ma una brusca modificazione della parità difficilmente colpisce nel tasso « giusto ». D'altra parte, implicando la svalutazione e la rivalutazione difficili decisioni politiche, si tende a differirle troppo a lungo, provocando un peggioramento dello squilibrio. L'introduzione di parità mobili (« gliding » ossia « striscianti ») è ritenuta idonea a risolvere il problema, poiché attenua le difficoltà di carattere economico e politico. Non è però questo l'argomento che desidero trattare a questo punto. La domanda cui ora vorrei rispondere è se esiste un qualche criterio ben definito per giudicare se c'è sottovalutazione o sopravvalutazione, prescindendo da avanzi e disavanzi della bilancia dei pagamenti.

Da respingere anzitutto, come inutili, sono i giudizi intuitivi, le stime impressionistiche di cosiddetti esperti sul valore relativo delle varie monete — e insieme le ingenue valutazioni dei turisti, basate sulla loro esperienza nei negozi, nei ristoranti, negli alberghi in patria e all'estero; i confronti fra i prezzi fatti da turisti sono generalmente arbitrari e hanno, comunque, un significato molto limitato per le bilance dei pagamenti di paesi importanti. Da respingere sono anche i confronti fra gli indici dei prezzi, suggeriti da economisti che non hanno ben compreso la teoria della parità dei poteri di ac-

quisto; in tal modo si dimentica che i prezzi relativi dei beni oggetto di scambio internazionale riflettono gli esistenti tassi di cambio, per quanto distorti questi possano essere, e che i prezzi relativi dei beni di consumo (il costo della vita) non riflettono il grado di competitività delle produzioni dei vari paesi nel commercio internazionale. Persino indici speciali, come i prezzi all'ingrosso dei prodotti nazionali, il costo del lavoro per unità di prodotto, il costo unitario dei beni di esportazione possono dir poco sulle variazioni nel grado di competitività relativa. In realtà, anche se tutti gli indici di prezzo di tutti i paesi in questione fossero rimasti invariati o fossero aumentati della stessa percentuale, ciò non direbbe nulla sul grado di competitività delle produzioni più importanti nel commercio internazionale.

La ricerca di criteri validi è forse senza speranza, dato che il concetto di competitività è inadeguato ai nostri scopi, fintantoché nulla dice sui volumi di vendite conseguibili. A certi prezzi e tassi di cambio, un paese può essere in grado di « fare uscire » un dato quantum di esportazioni, e di « fare entrare » un dato quantum di importazioni, ma il suo surplus commerciale può essere o non essere sufficiente a finanziare il deflusso di capitali e i trasferimenti unilaterali. La moneta di un paese può essere considerata, allo stesso tempo, « sottovalutata » se a quel paese è sufficiente il pareggio della bilancia commerciale, e « sopravvalutata » se il paese ha bisogno di un surplus commerciale grande abbastanza da coprire i pagamenti dovuti a debiti verso l'estero o ad investimenti diretti nel resto del mondo. Qualunque variazione dei trasferimenti finanziari netti (saldo del conto capitale e del conto dei trasferimenti unilaterali) modifica il valore di equilibrio della moneta e trasforma quindi una valutazione « corretta » in una sopra- o sotto-valutazione.

Diversi studiosi di economia internazionale, che godono di notevole reputazione, sono contrari a questa formulazione. Essi preferiscono definire la sopra- o sotto-valutazione della moneta di un paese, e il troppo basso o troppo alto grado di competitività delle sue produzioni indipendentemente dai trasferimenti finanziari effettuati e ricevuti (o da effettuare e da ricevere). Se non vi è accordo sul significato di questi termini, può essere preferibile abbandonarne l'uso. In realtà alcuni di noi si sono sforzati di bandire ogni espressione ambigua, ma non sempre con successo. Di frequente si sono udite domande di questo genere: « È tuttora (o di nuovo) sopravvalutata la sterlina? ». « È possibile eliminare la sopravvalutazione del franco

francese, a costi sociali tollerabili, regolando la domanda effettiva? ». « Basterebbero graduali rivalutazioni del marco tedesco a porre fine alla sua attuale sottovalutazione? ». In queste domande e in altre analoghe le espressioni bandite sono rispuntate e si sono dimostrate ineliminabili. (Le discussioni cui accenno hanno avuto luogo prima dell'allineamento del franco e del marco).

Coloro che credono nelle indicazioni del mercato possono suggerire criteri relativamente semplici. Quando l'offerta di valute estere è tale che le autorità valutarie di un paese devono acquistarle per impedirne il deprezzamento, i loro prezzi evidentemente sopravvalutano le monete estere; infatti, ai vigenti tassi di cambio, la domanda dei privati non è sufficiente ad assorbire tutte le divise estere offerte sul mercato. Quando invece la domanda di valute estere è tale che le autorità valutarie sono costrette a vendere parte delle loro riserve se vogliono impedire ai loro prezzi di aumentare, è evidente che quei prezzi sottovalutano le monete estere; infatti, ai tassi di cambio vigenti, l'offerta da parte di fonti private non è sufficiente a soddisfare la domanda privata.

Il verdetto di « equilibrio » basato sul fatto che le autorità monetarie devono vendere o comprare valuta estera per impedire aumenti o diminuzioni del suo prezzo, basato cioè sulla riduzione o sull'aumento delle riserve ufficiali, sembra contenere un'implicita definizione della situazione di « equilibrio ». Tale illazione è però errata. Se i tassi di cambio rimangono al livello ufficiale mentre le autorità valutarie non acquistano né vendono sul mercato delle divise — se le riserve, cioè, restano costanti —, ciò non è sufficiente a provare che quei tassi sono tassi di equilibrio. Esistono, infatti, metodi ausiliari per nascondere l'esistenza sul mercato di un eccesso di domanda o d'offerta, come, ad esempio, misure correttive prese nella speranza di potere evitare modificazioni sia della domanda effettiva sia dei tassi di cambio. Queste misure correttive sono generalmente considerate come temporanee, sia perché non potrebbero continuare molto a lungo, sia perché la loro continuazione sarebbe considerata indesiderabile. Esempi sono forniti da speciali transazioni fra governi e da accordi fra banche centrali; da incentivi e disincentivi fiscali per i movimenti di capitale privato; da norme discriminanti in fatto di tassi d'interesse pagabili sui conti esteri e su quelli nazionali; da accordi di swap (o di riacquisto) fra banche centrali e banche commerciali, che trasferiscono divise estere dal settore pubblico a quello privato, e viceversa; da vari altri congegni per attrarre o respingere

l'afflusso di fondi, e per incoraggiarne o scoraggiarne il deflusso; da restrizioni o divieti per l'esportazione di capitali; da restrizioni e controlli delle importazioni di beni e servizi.

Ricorrendo a misure di questo tipo un governo riconosce implicitamente che il tasso di cambio ufficiale sopravvaluta, o sottovaluta, la moneta nazionale. Da anni definisco alcune delle misure restrittive adottate dagli Stati Uniti come « svalutazioni parziali nascoste » del dollaro. Funzionari tedeschi hanno parlato degli sgravi e inasprimenti fiscali decisi verso la fine del 1968 rispettivamente per le importazioni e esportazioni come di una « Ersatzaufwertung » (surrogato della rivalutazione) del marco tedesco. Eppure, i tassi di cambio a pronti sul mercato delle divise rimangono invariati, e sono evitati aumenti o diminuzioni delle riserve o restano al disotto del volume che corrisponderebbe all'entità della sopra- o sotto-valutazione.

Se dunque le variazioni delle riserve ufficiali — finché misure correttive, restrizioni e controlli intervengono a influenzare la domanda e l'offerta sul mercato dei cambi — non riflettono appieno il grado di sopra- o sotto-valutazione di una moneta, a quali elaborazioni statistiche si può ricorrere per ottenere un quadro più realistico della situazione?

Per un paese con moneta sottovalutata si può cominciare, naturalmente, dagli aumenti riscontrati nelle riserve ufficiali nette (meno eventuali nuove assegnazioni di riserve « non guadagnate » come i diritti speciali di prelievo). Bisogna poi aggiungere le seguenti voci: ogni aumento dei saldi liquidi in valuta estera detenuti dalle banche commerciali in seguito ad accordi di swap con la banca centrale; tutte le speciali transazioni intergovernative che hanno utilizzato riserve ufficiali (come il rimborso anticipato di prestiti esteri); il deflusso di capitale privato indotto da incentivi particolari, e il mancato afflusso di capitale dovuto all'esistenza di particolari disincentivi; le importazioni di beni e servizi indotte da speciali agevolazioni fiscali o daziarie, e le esportazioni non realizzate per la presenza di speciali imposizioni fiscali. (Queste ultime voci possono essere soltanto stimate; ma stime del genere dovrebbero essere fornite dai governi in periodiche valutazioni dell'efficacia delle misure correttive adottate).

Per un paese con moneta sopravvalutata bisogna aggiungere alla diminuzione delle riserve ufficiali nette: qualunque nuova assegnazione di riserve « non guadagnate »; ogni diminuzione dei saldi liquidi in valuta estera detenuti dalle banche in seguito ad accordi di swap con la Banca centrale; tutte le particolari transazioni inter-

governative che hanno provocato un aumento delle riserve ufficiali; gli afflussi di capitale privato indotti da incentivi particolari e i deflussi evitati grazie a particolari disincentivi; i deflussi di capitale non verificatisi a causa di divieti e controlli; le esportazioni di beni e servizi indotte da particolari incentivi fiscali ed altre forme di sussidi; le importazioni non effettuate per la presenza di particolari imposte, dazi, contingenti o controlli dei cambi. (Di nuovo, molte di queste voci sarebbero soltanto stimate secondo valutazioni che dovrebbero impegnare gli organi governativi in esami approfonditi, da cui desumere suggerimenti d'importanza pratica. Se le cifre stimate fossero insignificanti, le misure restrittive non potrebbero essere giustificate; se invece fossero rilevanti, la sopravvalutazione della moneta sarebbe dimostrata e sarebbe manifesto lo squilibrio fondamentale che esige una variazione del tasso di cambio).

Ma questo non è tutto. Se si riconosce che la bilancia dei pagamenti può essere influenzata da misure correttive di carattere provvisorio (e magari reversibili), bisognerà cercare di separare le voci effimere da quelle ricorrenti, e il saldo delle vendite e degli acquisti ufficiali di valuta depurarli del saldo netto delle transazioni che si presumono non ricorrenti. Il verdetto di sopra- o sotto-valutazione di una moneta dipenderà dai giudizi degli esperti sulle voci e somme da considerare permanenti e quindi tali da determinare la domanda e l'offerta di lungo periodo sul mercato dei cambi. Naturalmente tali giudizi devono essere basati su argomenti validi.

Queste osservazioni sul problema della determinazione del grado di sopra- o sotto-valutazione di una moneta dovrebbero essere tenute presenti nell'esame di ogni tipo di variazione del tasso di cambio, discontinua o graduale (strisciante), discrezionale o a formula fissa che sia. Peraltro, nella misura in cui talune variabili usate possono essere soltanto oggetto di stime e congetture complesse, la distinzione fra decisioni discrezionali e decisioni su formule prefissate diventa piuttosto discutibile.

Lotta a oltranza o compromesso?

I fautori dell'introduzione di una maggiore flessibilità dei cambi si trovano di fronte ad un dilemma. Se vogliono « smerciare » i loro progetti di riforma, devono presentarli con entusiasmo e descrivere il loro funzionamento in termini molto brillanti; nello stesso tempo possono essere costretti a scendere a compromessi e ad accontentarsi,

in pratica, di versioni ridotte della « flessibilità », versioni tanto poco dissimili dalla attuale rigidità da rendere irrealizzabili i risultati promessi. Per contro, se si astengono da affermazioni entusiastiche, se non promettono la perfezione o la soluzione dei più gravi problemi e se, d'altra parte, insistono per ottenere un grado di flessibilità tale da dare un contributo decisivo alla reale correzione di squilibri cronici delle bilance dei pagamenti, corrono il rischio di non vedere accolte le loro proposte.

I fautori della flessibilità dei prezzi hanno quindi una scelta difficile da fare. O incoraggiano l'adozione di un sistema insufficientemente flessibile, che deluderà i loro clienti e comprometterà la teoria dei cambi flessibili. Oppure, se non si sentono di magnificare il loro sistema e di venire a patti, non riusciranno a realizzare le loro idee. Non ci vuole alcun coraggio per scegliere questa seconda alternativa: chi non accetta compromessi, e quindi non ottiene nulla, potrà sempre vantarsi della sua fedeltà ai principi; non sarà criticato per aver promesso più di quanto poteva mantenere; e, ad ogni crisi, potrà proclamare quanto miopi sono state le autorità a respingere i suoi consigli. Scegliere la prima alternativa significa correre certi rischi calcolati, perché soltanto con molta fortuna un sistema di cambi meno inflessibili, ma ancora insufficientemente flessibili, riuscirà ad evitare alcune delle crisi che si sarebbero verificate in un sistema di cambi « fissi » (modificabili a scatti improvvisi); riguardo alle crisi evitate, sarà impossibile provare che, se i tassi fossero stati più rigidi, la crisi si sarebbe verificata; riguardo alle crisi non evitate, sarà impossibile convincere gli avversari che la crisi è la conseguenza di una flessibilità troppo limitata e non già troppo ampia.

Per chiarire questo punto, si immagini che le autorità responsabili siano disposte ad accettare una fascia di oscillazione della parità complessivamente del 4% senza aggiustamenti di tipo « strisciante » (« gliding »). Quanta probabilità di funzionare ha un siffatto sistema di « maggior flessibilità »? Poiché gli effetti di così piccole variazioni dei cambi sul flusso dei beni e servizi (aggiustamenti reali) sono probabilmente modesti e altrettanto è da attendersi per i movimenti di capitale (correttivi finanziari), il piccolo allargamento della fascia di oscillazione sarebbe un miglioramento marginale. Esso non riuscirebbe ad impedire progressivi squilibri derivanti da notevoli divari nei tassi d'inflazione in paesi diversi. In tal modo, anche se alcune delle difficoltà connesse a perturbamenti di poco conto potrebbero essere attenuate o evitate, rimarrebbe irrisolto il problema degli squi-

libri fondamentali protratti nel tempo. E alla prima, inevitabile crisi di fiducia, qualche « autorità » ne attribuirebbe certo la colpa all'abbandono del buon vecchio sistema della ristretta fascia di oscillazione.

Vale la pena di correre questi rischi? I vantaggi di un lieve ampliamento della fascia sono probabilmente troppo modesti per rischiare che l'esperimento sia male « interpretato ». Qual'è il grado minimo di flessibilità che il fautore di cambi meno rigidi dovrebbe accettare? Per decidere sulla linea di compromesso, egli potrebbe vagliare le probabilità che i movimenti squilibranti abbiano di essere grossi o piccoli, continui o reversibili, aggravati o neutralizzati da politiche correttive.

È bene dare per pacifico che ci saranno sempre movimenti squilibranti. Tra i più probabili: divari fra i tassi di inflazione della domanda e di inflazione dei prezzi (2); diversità dei tassi di sviluppo, con diverse elasticità-reddito della domanda di importazioni e diversità di spinte nel campo della produzione (verso produzioni sostitutive di importazioni, oppure orientate verso l'esportazione, o estranee al commercio con l'estero); spostamenti nella domanda globale, nell'offerta di lavoro e in numerose altre cose che influiscono, ai tassi di cambio dati, sul flusso dei beni e servizi; ultimi, ma non meno importanti, mutamenti nei movimenti internazionali di capitale. Tutti questi mutamenti possono essere fronteggiati con misure di politica monetaria e fiscale in grado di agire sulla domanda globale. Peraltro, un aggiustamento mediante deflazione della domanda effettiva nei paesi in disavanzo è praticamente impossibile per motivi sociali e politici, e un aggiustamento mediante inflazione dei prezzi nei paesi in surplus non è neppure esso un rimedio popolare. Il problema è, quindi, se nella maggior parte dei casi gli effetti dei movimenti squilibranti possano essere efficacemente neutralizzati mediante variazioni dei tassi di cambio che non oltrepassino i limiti della fascia o della variazione « strisciante » consentiti dalle autorità. Se la maggior parte degli aggiustamenti di cambio imposti dai movimenti squilibranti può essere facilmente realizzata dalla riforma di compromesso, il sistema funzionerà bene quasi come se il grado di flessibilità consentito fosse maggiore. Se invece i necessari aggiustamenti dei cambi fossero troppo ampi per poter rientrare nei limiti consentiti, incon-

(2) La distinzione è importante, perché l'inflazione della domanda può provocare disavanzi della bilancia dei pagamenti molto più facilmente dell'inflazione dei prezzi, la quale, in effetti, è attenuata dal deterioramento della bilancia commerciale. Nelle economie aperte i prezzi non aumentano necessariamente, poiché l'eccesso di domanda si riversa anche all'estero.

venienti e difficoltà saranno analoghi a quelli tipici di sistemi a cambi inflessibili (modificabili a scatti repentini). Con cambi più flessibili gli inconvenienti potrebbero forse essere un po' meno gravi a causa dei maggiori rischi cui sarebbero esposti gli speculatori e di qualche aggiustamento realizzabile nelle frange più elastiche delle partite correnti.

La preferibilità di un ampliamento della fascia di oscillazione o dell'introduzione di parità mobili dipende dal tipo di movimento squilibrante in atto. Se si ritiene che le cause più persistenti di squilibrio siano differenze nei tassi d'inflazione della domanda e che tali differenze abbiano ad essere costanti — per esempio, che vi sarà sempre meno inflazione in Germania che in Francia —, allora un sistema di parità mobili sarebbe da preferire a una molto più ampia fascia di oscillazione. Se invece si ritiene che i movimenti squilibranti si verifichino alternativamente in direzioni opposte, allora l'allargamento della fascia di oscillazione sarebbe la soluzione migliore.

Giudicando dall'esperienza di questi ultimi anni, un osservatore realistico potrebbe essere indotto a « votare » per parità mobili (« striscianti ») con una più larga fascia di oscillazione, diciamo per una « fascia mobile allargata ». Per essere più precisi, egli dovrebbe « votare » per un movimento della parità di circa $1/26$ dell'1% la settimana, che assommerebbe a circa il 2% annuo, e per un allargamento della fascia a un valore non inferiore complessivamente al 5%. Nel giustificare tali preferenze, egli dovrebbe avvertire che neppure questo grado di flessibilità può far fronte a tutte le eventualità. Impennate salariali di tipo rivoluzionario, ratificate da una politica di espansione della domanda, non potrebbero essere completamente fronteggiate da variazioni dei tassi di cambio contenute entro i limiti indicati, a meno che non fossero seguite da un blocco dei salari all'interno e da uno sviluppo della domanda all'estero. Analogamente, potrebbe essere impossibile riportare in equilibrio il mercato valutario mediante aggiustamenti dei cambi della misura massima proposta qualora sopravvenissero improvvisi, massicci spostamenti nei movimenti internazionali di capitale.

Fritz Machlup