

Strumenti meccanico-discrezionali per variazioni di parità monetarie

1. Qualsiasi progetto organico di cambiamenti o riforma del sistema monetario internazionale deve considerare tre elementi interdipendenti: la flessibilità del tasso di cambio; il processo di aggiustamento interno; la disponibilità di liquidità internazionale sia in senso globale sia con rispetto a singoli paesi. L'interdipendenza di questi elementi è abbastanza intuitiva (1); e i casi estremi sono i più ovvii. Qualora ciascun paese disponesse di liquidità praticamente illimitata, il tasso di cambio potrebbe rimanere fisso indefinitamente e nessun aggiustamento interno si renderebbe necessario (2). Oppure, qualora si permettesse al tasso di cambio, per conscia decisione politica, di essere perfettamente mobile (cioè libero da restrizioni o interventi delle autorità monetarie), la liquidità necessaria sarebbe eguale a zero, e, di nuovo, non ci sarebbe necessità di misure di aggiustamento interno (3). In casi meno estremi, che costituiscono la grandissima maggioranza, dove ciascuno dei tre elementi summenzionati è in misura diversa libero o soggetto a restrizioni, l'intensità con cui ciascuno di essi è necessario come strumento di politica economica, nell'eventualità di uno squilibrio della bilancia dei pagamenti, dipende dall'uso che si fa degli altri due elementi (4).

(1) Un riferimento piuttosto recente, anche se non esplicito, a quest'interdipendenza si può trovare nei rilievi fatti da Arthur F. Burns, Presidente del Consiglio dei Governatori del Sistema di Riserva Federale, a Montréal il 12 maggio 1972.

(2) Questo caso non è così irrealistico come può apparire a prima vista. Abbiamo esempi di paesi (Libia, Kuwait) che per vari anni hanno ricevuto risorse finanziarie (regalie petrolifere) a costo zero per importi (costanti o crescenti) che hanno loro permesso di attuare e mantenere politiche interne che hanno causato aumenti di domanda di valuta, senza costringere a cambiare il tasso di cambio.

(3) Una situazione che si avvicinava a questo caso estremo è esistita nel Libano fino al momento in cui si creò una Banca centrale (1964).

(4) Ciò presuppone implicitamente che anche qualora esistesse un meccanismo per la correzione dello squilibrio dall'esterno (cioè da parte dei paesi eccedentari), c'è sempre un residuo che va corretto dal paese in deficit.

2. Quest'articolo si occupa principalmente del tasso di cambio; e più precisamente dei criteri tecnici per effettuare aggiustamenti dei tassi di cambio nell'ambito di un sistema monetario internazionale che, come quello oggi amministrato dal Fondo Monetario Internazionale, comprenda per lo meno tutti i paesi che sono ora membri del Fondo (5). A motivo dell'indicata interdipendenza, faremo menzione, quando ciò si renda opportuno, dei due altri elementi che non sono l'oggetto principale della nostra indagine; e cioè, del processo di aggiustamento interno e della disponibilità di liquidità internazionale. Lo scopo tecnico principale di questo articolo è di valutare la capacità e adeguatezza, soprattutto da un punto di vista operativo, di ben definiti indicatori a servire da guida per aggiustamenti dei livelli dei tassi di cambio. La tesi fondamentale è che, da un punto di vista tecnico, è possibile costruire indicatori che servono a tale fine; ma che esistono limiti al loro grado di « sicurezza », per cui, sia per questo motivo, sia per l'inevitabile interferenza con la sovranità nazionale che il loro uso comporta, l'elemento discrezionale e di giudizio continuerà ad avere una parte importante, a livello sia nazionale sia internazionale.

3. Il nostro primo compito di carattere introduttivo è di passare rapidamente in rassegna quegli aspetti delle proposte di riforma del sistema monetario internazionale che sono state avanzate durante il decennio passato e che riguardano il tasso di cambio. La tendenza delle argomentazioni in materia, specialmente negli ambienti accademici, è stata nettamente a favore di una maggiore flessibilità delle procedure riguardanti i tassi di cambio; il che significa, riteniamo, una flessibilità maggiore di quella che è storicamente osservabile durante gli ultimi quindici anni (e cioè, durante il periodo in cui gli strumenti di politica economica di carattere quantitativo, distinti da quelli che operano attraverso il sistema dei prezzi, sono diminuiti d'importanza come regolatori delle relazioni economiche e finanziarie internazionali).

4. Il riferimento all'esperienza storica ha lo scopo specifico di porre in risalto il contrasto tra l'esperienza stessa e il grado di libertà consentito dal sistema attuale; è questo un aspetto che ha un'impor-

(5) Il riferimento a « paesi » non va preso alla lettera. I criteri che verranno discussi si applicano anche al caso in cui il « paese » è un gruppo regionale, come il progettato sistema della CEE con parità fisse tra le monete dei partecipanti.

tanza basilare nella valutazione dell'efficacia di indicatori tecnici qualora la messa in atto di misure suggerite da tali indicatori dovesse essere affidata soltanto alle autorità nazionali. Una breve digressione su quel contrasto può, pertanto, essere utile; e costituirà, al tempo stesso, un commento alle insistenti richieste avanzate da molte parti, di un nuovo sistema monetario internazionale (6).

5. Poiché, come s'è detto, uno degli scopi del nuovo sistema sarebbe quello di conferire « maggior flessibilità » alle variazioni dei tassi di cambio, ci si domanda perché e in che senso il sistema attuale non offre una flessibilità sufficiente. Come sfondo a questa domanda si deve ricordare che le premesse storiche ed emotive sulle quali si costruì il sistema di Bretton Woods erano costituite dall'esperienza degli anni « trenta », che comprendeva un armamentario completo di strumenti di vario genere che regolavano le relazioni economiche e monetarie internazionali. Le preoccupazioni principali suscitate da quell'esperienza erano le seguenti: 1) si temeva che i paesi svalutassero le loro monete in misura eccessiva e troppo di frequente al fine di risolvere problemi interni e di bilancia dei pagamenti, con conseguente trasferimento dell'onere dell'aggiustamento su altri paesi. Da ciò il regime di approvazione preventiva di variazioni di tassi di cambio; 2) l'esperienza aveva anche mostrato che la disciplina insita nel gold standard classico non era più accettabile come principio obbligatorio di politica economica. Si decise, perciò, di permettere ai singoli paesi, con le dovute salvaguardie, di alterare le parità senza che le loro politiche interne, che avessero rese necessarie le variazioni di parità, venissero considerate nel processo valutativo preliminare alla decisione di approvazione. Mentre il quantum della variazione fu considerato un elemento di interesse internazionale, l'iniziativa fu lasciata completamente ed esclusivamente ai singoli paesi. Al tempo stesso si offrì ai paesi l'opzione di non cambiare la parità, se così avessero deciso, e di mettere in atto, in sua vece, politiche interne

(6) Poiché non siamo d'accordo con l'opinione abbastanza diffusa che c'è bisogno di un sistema notevolmente diverso dall'attuale, dovremo precisare che per « sistema », in questo contesto, intendiamo un insieme di regole e politiche istituzionalizzate attraverso un ente (come il FMI), ma non necessariamente altre politiche nazionali che sono tuttavia compatibili con esso. Per illustrare questo concetto poniamo in risalto che sia il modo attuale di dividere l'onere dell'aggiustamento, sia una futura ipotetica divisione al 50-50 sotto forma di un accordo separato tra paesi deficitari ed eccedentari, sono compatibili col sistema attuale. Questa precisazione è puramente tecnica e non intende difendere il sistema attuale.

dirette a correggere lo squilibrio della bilancia dei pagamenti. A questo fine si stabilirono regole per il finanziamento della bilancia dei pagamenti e per l'introduzione di restrizioni valutarie in via temporanea; 3) l'esperienza degli anni « trenta » aveva anche mostrato che lasciare i movimenti di capitali a breve termine completamente liberi da controlli comportava il rischio di creare difficoltà nell'ambito di ciascun mercato finanziario nazionale, come conseguenza sia dell'ingresso sia dell'uscita di tali capitali (7). Donde le regole che permettono, e in certi casi richiedono, l'introduzione di controlli sui movimenti internazionali di capitali. Queste regole miravano particolarmente alla protezione della parità e ad assicurare l'adeguatezza della liquidità (condizionale) internazionale che si poteva generare attraverso il Fondo.

6. L'esperienza degli anni successivi agli accordi di Bretton Woods non confermò le preoccupazioni né l'orientamento che erano alla base delle caratteristiche del sistema. Di fatto, com'è noto, fino ad epoca recente i singoli paesi — sviluppati o in sviluppo — hanno mostrato, salvo poche eccezioni, poca predisposizione, e tanto meno desiderio, di proporre variazioni tempestive delle parità. Le ragioni di questo atteggiamento sono state di natura complessa e a volte difficili da individuare con certezza: di frequente, erano di natura politica o socio-psicologica, piuttosto che economica (8). L'altra premessa, riguardante l'opportunità di controllare i movimenti di capitali, fu anch'essa gradualmente abbandonata, lasciando il posto a un « nuovo » orientamento che affermava i meriti di una libertà completa. Come riflesso di questa inversione di principi, il Consiglio Direttivo del FMI diede nel 1961 un'interpretazione dell'articolo VI

(7) La portata degli effetti negativi di questi movimenti di capitali condusse il Prof. Marco Fanno a vedere in essi uno dei fattori principali delle crisi economiche (M. FANNO, *I trasferimenti anomali di capitali e le crisi*).

(8) Un modo per dare una base « economica » alla riluttanza delle autorità monetarie a proporre variazioni di parità, e per attribuire, per lo meno in parte, la colpa al « sistema », consiste nel creare una regola inesistente, e cioè nel pretendere che l'approvazione di cambiamenti di parità si ottenga solo quando i cambiamenti sono « grandi ». (Si veda, ad esempio, STEPHEN MARRIS, *The Burgenstock Communiqué: A Critical Examination of the Case for Limited Flexibility of Exchange Rates*, Essays in International Finance, n. 80, maggio 1970; Princeton University Press, Princeton, N.J.). Sta di fatto che cambiamenti del 5 per cento sono stati approvati senza difficoltà (DM e Fiorino Olandese nel 1961; Scellino Austriaco nel 1971), e che, anche se non formalmente sotto forma di alterazioni di parità, il Fondo ha approvato cambiamenti di tassi di cambio effettivi per percentuali minori (esempio: il cruzeiro).

dello Statuto (che ha attinenza a questa materia) che appare, a tutti gli effetti pratici, diametralmente opposta all'interpretazione che sullo stesso oggetto aveva dato nel 1946 (9). Soltanto in epoca recente la pesante esperienza della combinazione di una completa libertà per i flussi di capitali con un sistema basato su monete-riserva ha indotto alcuni economisti, e specialmente certe autorità monetarie, a ripensamenti sui vantaggi di movimenti incontrollati di fondi.

7. La lentezza quasi intenzionale di variazioni delle parità e l'ampiezza imprevista dei movimenti di capitali a breve termine hanno creato una pressione maggiore del previsto sui due elementi liquidità-processo di aggiustamento. Il processo di aggiustamento ha però incontrato impedimenti crescenti nel fatto che l'obiettivo della « piena occupazione » è entrato in molti casi nel dibattito di politica generale, oltrepassando cioè i confini della pura politica economica (10). Di conseguenza, una parte di gran lunga sproporzionata della pressione è ricaduta, con poche eccezioni (per esempio, l'Italia nel 1963-64), sulla liquidità esterna. Dapprima il processo con cui si sopperì all'inadeguatezza di liquidità fu lento e, sotto certi aspetti, frutto di improvvisazioni. Avendo bloccato il prezzo dell'oro per ragioni politiche e parzialmente economiche, e a causa delle difficoltà politiche di aumentare di molto le quote del Fondo, si fece ricorso, per integrare la liquidità che il sistema poteva creare, al GAB, ai « swaps » bilaterali, all'accordo di Basilea per la sterlina, e così via. Più di recente il torrente di dollari (voluti o non voluti) e le distribuzioni di DSP hanno creato supplementi di liquidità in misura superiore al necessario in quasi tutti gli (n-1) paesi industrializzati (11).

(9) IMF: *Selected Decisions of the Executive Directors*, Fourth Issue, aprile 1970, p. 19.

(10) Per dissipare l'impressione che si tratti di una pura questione di definizioni, è opportuno chiarire che in un certo numero di casi concreti (per esempio, gli Stati Uniti negli anni recenti) il timore (politico) di un aumento della disoccupazione, che avrebbe fatto seguito ad energiche misure correttive, ha militato a favore di una politica economica blanda, nota sotto il nome di « fine tuning », la quale è stata probabilmente la causa non soltanto del successo limitato ottenuto, ma anche di perdite, in termini di volume di occupazione e di prodotto lordo, maggiori (se misurate moltiplicando le differenze rispetto a una situazione di piena occupazione per la durata della recessione/ristagno).

(11) Il fatto che storicamente la liquidità sia stata fornita dal « centro di riserva » sembra aver condotto (e forse con buone ragioni di natura pratica) all'opinione (tecnicamente errata) che il gold-exchange-standard sia una componente essenziale del sistema di Bretton Woods. Parimenti, quando il volume assoluto e il tasso di crescita degli averi esteri in dollari, in una con la riluttanza del « centro di riserva » a porre in atto un programma adeguato di misure correttive, hanno condotto alla dichiarazione d'inconver-

è ridotto corrispondentemente la pressione sulla liquidità totale derivante dalla vischiosità dei tassi di cambio e del processo interno di aggiustamento. Questa situazione è però considerata, a ragione, eccezionale e, come tale, da rettificare anziché da prendere come base di un sistema monetario internazionale.

8. In breve, guardando al passato, si può dire che: 1) le parità sono state cambiate in pratica con frequenza molto inferiore a quanto ci si attendesse nel 1944 ed a quanto il sistema avrebbe permesso; 2) il difetto di frequenza e di tempestività nei cambiamenti appare ancora più evidente quando si confronti con le necessità create dalla vischiosità del processo di aggiustamento interno e con l'inadeguatezza di riserve relativamente al grado di libertà dei movimenti internazionali di capitali a breve termine; 3) questo difetto è stato il risultato non di impedimenti statuari (12), ma della lentezza delle decisioni delle autorità monetarie dei singoli paesi, lentezza che a sua volta è stata in larga misura determinata da considerazioni di carattere politico e a volte emotivo, più che da considerazioni di carattere economico; oppure, per dirla in termini pratico-politici, dagli intralci creati da gruppi di pressione, non esclusi i partiti politici, che, per ragioni reali o immaginarie, ritenevano che sarebbero stati svantaggiati da cambiamenti di parità in una direzione o in quella opposta. Tutto ciò sembra essere la causa determinante delle insistenti richieste di instaurare un sistema dotato di maggior flessibilità.

tibilità in oro, l'eliminazione di quest'altro aspetto del gold-exchange-standard è stata sovente descritta come la scomparsa di uno degli ingredienti fondamentali del sistema. Anche questo non è tecnicamente corretto. La convertibilità in oro, quale esisteva fino all'agosto 1971, è fondamentalmente un'opzione [Articolo IV, 4 (b) dello Statuto del Fondo] che esime dall'osservanza dei limiti (Articolo IV, 3) per le quotazioni dei cambi. Da un punto di vista tecnico, ciò che è necessario nel sistema attuale è che le banche centrali siano fornite di valuta estera da usarsi o per operazioni di intervento o, nel caso in cui si astengano dall'intervenire, per convertire in un momento successivo i saldi nella loro moneta accumulati da uno o più paesi in operazioni di intervento per il mantenimento dei margini. Oggi il problema della convertibilità esiste perché il « centro di riserva » non segue né l'una né l'altra pratica; o, per dirla in termini dello Statuto del FMI, non osserva né l'Articolo IV, 3, né l'Articolo VIII, 4.

(12) Sta di fatto che i paesi hanno cambiato la parità ogni volta che hanno deciso di farlo (in presenza di squilibri) senza aver trovato un ostacolo nel FMI. Un amministratore dell'istituto ha scritto di recente, a titolo personale: « Nessuno può contestare che in pratica le variazioni dei tassi di cambio siano praticamente decise dalle autorità nazionali con il consenso soltanto del FMI, e che talora esse vengano annunciate prima di una decisione ufficiale del Fondo » (A. KAFKA, « Flessibilità dei cambi, credito internazionale e paesi in via di sviluppo », in *Bancaria*, dicembre 1971, p. 1505).

9. Sotto molti aspetti questo è un *non sequitur*: si parte dalla premessa che l'ostacolo risiede nel processo con cui si prendono decisioni al livello nazionale, questione prettamente politica, e si propone di risolvere il problema con soluzioni tecniche. Non è affatto chiaro in che modo cambiamenti di tipo esclusivamente tecnico nelle regole statutarie che disciplinano i cambiamenti di parità, o il fatto di rendere possibili più ampie fluttuazioni dei cambi intorno alla parità, possano condurre a misure la cui adozione dipende da decisioni di carattere politico. Il problema è, invece, quello di determinare in che misura i cambiamenti di parità dovrebbero essere resi obbligatori o per lo meno basati su elementi « esogeni », sotto certe condizioni; e, corrispondentemente, di determinare se e in che misura e con quali cautele la sovranità nazionale nell'iniziativa, che si riconobbe a Bretton Woods, dovrebbe essere ridotta. Questo punto sarà discusso più avanti. Per il momento concediamoci la licenza di ammettere che vi sia una volontà politica di trovare una soluzione a questo problema e che il nuovo sistema sarà caratterizzato di fatto da una maggiore flessibilità.

10. Com'è noto, è stato proposto, specialmente in sede accademica, di lasciare perfetta libertà di movimento al tasso di cambio. Per varie ragioni, però, questa proposta non può essere presa in seria considerazione. Risulta dall'esperienza passata che le riserve lorde di paesi che hanno adottato sistemi di cambi flessibili (per esempio il Canada) hanno subito variazioni in più o in meno; il che indica che le autorità sono intervenute nel mercato dei cambi e hanno pertanto influenzato il tasso di cambio. Ciò non sorprende: il tasso di cambio è un prezzo troppo importante, dal punto di vista sia nazionale sia settoriale, perché se ne lasci la determinazione alla « superiore saggezza » del « mercato ». Le autorità possono avere validi motivi di carattere nazionale per mirare a determinati obiettivi di natura globale, come per esempio un'accumulazione o decumulazione di riserve; e pertanto possono non essere disposte a lasciare che il cambio raggiunga quei livelli che in qualsiasi momento eguagliano la domanda e l'offerta di valuta. In secondo luogo, il fatto che il cambio è il prezzo unico di mercato di una singola « merce » non comporta affatto che le sue variazioni abbiano eguali conseguenze per ciascuna delle unità economiche nell'ambito nazionale, e per le varie categorie di unità economiche; e le autorità possono avere buone ragioni per

favorire o scoraggiare certe transazioni invece di altre, oppure, per essere realistici, per essere più condiscendenti, a volte, con certi gruppi di pressione (13). Per di più, un cambio lasciato a se stesso dovrà riflettere inevitabilmente fattori di domanda o offerta di valuta di natura stagionale o occasionale, che causano oscillazioni intorno al movimento « di base ». In pratica, è impossibile stabilire con precisione l'intensità di questi fattori, anche per l'operatore meglio informato. Al tempo stesso è ingenuo pensare che le autorità si astengano dal tentativo di neutralizzare tali fattori (il che, sia detto per inciso, non esclude che gli interventi delle autorità possano contenere errori sotto il profilo sia della tempestività sia della valutazione delle causali (14).

11. Siamo pertanto condotti a concentrare l'attenzione su una flessibilità imperfetta nell'ambito di sistemi che implicano sia che le parità, o livelli di cambio, vengano fissati o « dichiarati » di quando in quando, sia che il processo di aggiustamento interno, e così pure la liquidità internazionale, abbiano una loro parte da svolgere. A questo riguardo numerose proposte sono state avanzate recentemente; ma il problema, per lo meno nella letteratura economica, è discusso da economisti da più di un decennio. In generale, tali proposte rientrano nell'una o nell'altra delle seguenti categorie (designate con il nome inglese per facilitarne l'identificazione nella letteratura): « wider bands »; « crawling pegs » o « gliding parities »; combinazioni dei due metodi.

(13) «... the most important question for a government in respect of exchange policy is not: should the exchange rate be fixed, or should it float, but what should the exchange rate be? » (R. W. Lawson, Vice Governatore della Banca del Canada, citato da SAMUEL I. KATZ nell'opera *The Case for the Par Value System, 1972*, in *Essays in International Finance*, n. 92, Princeton University, Princeton, N.J., p. 25). Più avanti nella stessa citazione (p. 26) si legge: « what exchange rate is appropriate for a particular country at a particular time... involves a balance of conflicting considerations, some pointing to a higher rate and some to a lower... ».

(14) L'esperienza di alcuni paesi sottosviluppati è a questo riguardo abbastanza significativa. In parecchi casi sono stati fatti tentativi per evitare il problema politico inerente alle variazioni di parità instaurando, in via temporanea, sistemi di cambi fluttuanti. In questi sistemi le autorità avrebbero dovuto permettere al tasso di cambio di riflettere la tendenza di fondo, intervenendo nel mercato soltanto per smorzare fluttuazioni di natura « temporanea », « occasionale » o « di breve periodo » intorno al trend. In pratica, però, gli interventi, volutamente o involontariamente, hanno spesso bloccato il cambio a determinati livelli e le autorità hanno permesso « aggiustamenti » sia troppo tardi, sia in misura inadeguata, o con entrambe le caratteristiche.

12. Queste proposte, che saranno rapidamente passate in rassegna tra poco, sono difettose sotto vari punti di vista. Si può affermare fin dall'inizio che esse sono applicabili soltanto a paesi ad economia di mercato avanzata; e più precisamente a quei paesi di questo tipo che conducono le loro politiche economiche in una maniera predeterminata. La valutazione che si fa della loro « viabilità » sembra dipendere in larga misura dal come il mercato sconta il futuro (si veda il paragrafo 16), il che fa sorgere seri dubbi che tali proposte, per lo meno nella forma in cui sono state presentate, abbiano una solidità dal punto di vista operativo. La proposta di « wider bands » ha due varianti: bande « slightly wider » e bande « substantially wider » (15), ed in entrambi i casi l'ampiezza si riferisce alla regola statutaria del Fondo dell'1 per cento al di sopra e al di sotto della parità. Nel secondo caso il margine più frequentemente menzionato è quello del 5 per cento, in più e in meno, per una moneta d'intervento. Forse il merito principale di quest'ultima proposta è di eliminare la necessità, in un periodo di parecchi anni, di prendere decisioni concernenti i cambiamenti di parità (16). A parte il fatto che un gran numero di paesi con inflazione aperta o repressa (per esempio, certi paesi dell'America Latina, paesi sottosviluppati di altri continenti, e, in Europa, paesi come l'Islanda e la Turchia) non troverebbero, stando all'esperienza passata, i margini suddetti sufficientemente ampi da risolvere il problema nel corso di un certo numero di anni, è anche vero che il congegno suggerito presuppone l'esistenza di un vero mercato valutario del tipo di quelli che esistono in paesi ad economia avanzata. Le autorità di molti paesi sottosviluppati trovano però opportuno o necessario, per ragioni pratiche, di stabilire tassi di acquisto e di vendita fissi piuttosto che livelli d'intervento. Per di più, anche nei paesi industrializzati, e nonostante l'ipotesi che esiste una volontà o predisposizione politica a lasciare che i tassi si muovano, l'efficacia dei margini « substantially » più ampi dipende, tra l'altro, dalla fondatezza di due ipotesi: 1) che le autorità (e perfino le entità private) non si sentano dispensate dal porre in

(15) La terminologia che viene usata nel testo è quella del Rapporto degli Amministratori del FMI: *The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1970.

(16) Si veda, per esempio, GEORGE V. HALM, *Toward Limited Exchange Flexibility*, in *Essays in International Finance*, n. 73, marzo 1969, Princeton University, Princeton, N.J., pp. 11-12.

atto un qualche processo di aggiustamento interno; e 2) che mentre il tasso di cambio scivola, per esempio, all'ingiù, le elasticità delle varie funzioni non si comportino in maniera « perversa », cioè in maniera tale da accelerare il movimento verso il limite d'intervento. Se in pratica queste ipotesi non risultassero valide, come è probabile, e si verificasse l'opposto, i limiti della banda potrebbero essere raggiunti molto più rapidamente che in un periodo poliennale, specialmente se i due fenomeni menzionati si verificassero simultaneamente. Queste considerazioni sono, naturalmente, diverse da quelle riguardanti gli effetti della speculazione, dei movimenti di capitale e delle aspettative di tipo destabilizzante (si veda il paragrafo 16).

13. Alcuni dei commenti che precedono si applicano al caso di margini « slightly wider », cioè a margini del 2 o 3 per cento in più o meno. Ma inoltre sembra dubbio che questa proposta sia utile perfino ai paesi industrializzati, a meno che nel futuro si riesca ad ottenere che le politiche economiche e finanziarie dei singoli paesi siano molto più concordanti di quelle adottate finora. E' vero che il 2 per cento è maggiore aritmeticamente dell'1 per cento e che, *coeteris paribus*, il primo margine può « assorbire » squilibri (al tasso di parità) più ampi di quelli che può « assorbire » il secondo; come è vero che non v'è nulla di magico nell'1 per cento, o nello 0,75, 0,50 per cento o in qualsiasi altra percentuale (17). E' però dubbia la validità dell'ipotesi del *coeteris paribus*, in particolare per quanto riguarda la fermezza con cui le autorità intendono perseguire un processo di aggiustamento interno.

14. Per quanto concerne la « gliding parity », i lavori cui si fa più spesso riferimento sono quelli di J. Carter Murphy, James E. Meade e John H. Williamson (18). Le proposte di questi autori implicano variazioni di parità a intervalli mensili, settimanali o anche più brevi, che in ogni caso, però, equivalgono a variazioni annuali

(17) Gli esportatori, però, non sembrano essere indifferenti nei confronti dell'ampiezza dei margini. Sembra, al contrario, che abbiano un'avversione alle fluttuazioni ampie, nonostante l'esistenza di mercati a termine. La prontezza con cui certi governi europei hanno introdotto schemi di assicurazione di cambio dopo le decisioni del dicembre 1971 da un'impressione dell'intensità delle pressioni degli esportatori miranti a ottenere una banda di fluttuazioni minore di quella permessa da quelle decisioni.

(18) Vedansi *The National Banking Review*, 1965 e 1966; *The Three Banks Review*, 1964 e 1966; e Princeton Essays in International Finance, n. 50.

del 2 o 3 per cento. Un'idea simile è menzionata nel Rapporto degli Amministratori del FMI, che però non esprime un giudizio, ma rinvia a studi ulteriori (19). La proposta del Prof. Meade comprendeva tanto la possibilità di cambiamenti di parità facoltativi quanto la possibilità di cambiamenti obbligatori, in ambo i casi di un sesto dell'un per cento al mese. L'aver incluso un elemento di obbligatorietà è coerente con le premesse specialmente se si dovesse dubitare della validità dell'ipotesi che anche sotto regimi differenti da quello attuale esista la volontà politica di decidere variazioni di parità. La formulazione dello schema obbligatorio però, non risolve una serie di problemi. Ricordiamone il testo esatto: « (*countries*) would undertake to depreciate their currencies by 1/6 per cent in any one month if, but only if, they were faced with a continuing balance of payments deficit... ». Ebbene, si stenta a credere che un paese sia disposto a trasferire al personale di un'istituzione internazionale e ai suoi organi direttivi la facoltà discrezionale di decidere la durata di un deficit ai fini di caratterizzarlo come « continuativo »; la grandezza del deficit stesso; a quale « bilancia dei pagamenti » si fa riferimento; se, e in che misura restrizioni (già esistenti o di recente introduzione) devono essere tenute in considerazione; e così via. E' ancora più difficile credere che, qualora fosse possibile raggiungere un accordo in termini quantitativi sui criteri per la determinazione degli aspetti sopra menzionati, i paesi siano disposti a privarsi dell'opzione di introdurre misure correttive differenti dai cambiamenti di parità, e a lasciare che tali criteri meccanici vengano applicati *automaticamente*. In altri termini, l'osservazione di carattere generale da fare alle proposte in questione è che, avendo esse un valore normativo, la

(19) *Op cit.*, p. 73. Il Rapporto appare ambiguo a questo riguardo. A p. 73 esso contempla un emendamento dello Statuto (che si presume necessario) « to facilitate small and gradual changes as disequilibria develop »; mentre a p. 72 afferma che l'Articolo IV permette variazioni delle parità per correggere uno squilibrio fondamentale « smaller than members with few exceptions proposed in the past ». Non si comprende perché sia necessario un emendamento, a meno che non si sostenga: a) che non può esistere uno squilibrio fondamentale se la variazione correttiva della parità è, diciamo, del 3 per cento; oppure b) che guardando alla situazione e alle prospettive di un paese gli Amministratori sono in grado di stabilire una differenza tra uno squilibrio « in sviluppo » o « emergente » da un lato, e uno squilibrio « fondamentale » dall'altro, tenendo presente che la differenza tra i due è dal 3 al 5 per cento. Per rendersi conto della chiarezza che gli Amministratori dovrebbero avere nel fare questa distinzione, si noti che nel Rapporto c'è una definizione di squilibrio fondamentale che si riferisce non a un deficit effettivo della bilancia dei pagamenti, bensì a un deficit potenziale che presumibilmente, potrebbe manifestarsi qualora non esistessero (affatto?) restrizioni al commercio e ai pagamenti, (p. 48).

prova ultima che devono superare è quella della loro suscettibilità ad essere poste in pratica (20); e non sembra che tale prova sia da esse superata.

15. La possibilità (presunta) di evitare, per un certo numero di anni, cambiamenti di parità, che è caratteristica delle proposte di margini « substantially wider », e la regola di frequenti variazioni effettive di parità, che è caratteristica delle proposte di « gliding parities », vengono combinate nelle proposte di « crawling bands », le quali implicano la formalizzazione, attraverso dichiarazioni di nuove parità, di tassi di cambio esistenti di fatto dentro la banda allargata. E. Roy Canterbury, che è uno dei fautori di questa combinazione, si rende conto della necessità di indicatori espliciti per farla funzionare; ma mentre propone che tali indicatori dovrebbero essere sufficientemente vaghi « per ingannare la maggior parte degli speculatori » (21), demanderebbe la determinazione di « quando » la parità dovrebbe essere cambiata al Fondo Monetario. Certe osservazioni già esposte a proposito di ciascuna delle due componenti della proposta di « crawling bands » sono applicabili alla medesima: in particolare il fatto che essa sembra sottovalutare le difficoltà che sorgono a causa dell'erosione della sovranità nazionale che comporta (22).

16. Le discussioni delle varie proposte sopra menzionate, e delle loro varianti, sono condotte nella letteratura economica in gran parte guardando ai loro effetti sui movimenti di capitali e sulla natura stabilizzante o destabilizzante di tali movimenti. Senza dubbio, questi sono aspetti importanti che devono essere presi in considerazione. Essi non vengono esaminati in questo articolo per due ragioni principali. La prima è che il nostro interesse non è tanto di analizzare

(20) Per avere un'idea del numero e della natura delle variabili di politica economica, e della misura in cui sarebbe necessario fare uso di stime e valutazioni in questioni di questo tipo, si veda J. MARCUS FLEMING, *Guidelines for Balance of Payments Adjustment under the Par-Value System*, Essays in International Finance, n. 67 (maggio 1968), Princeton University, Princeton, N.J.

(21) E. ROY CANTERBURY, *Economics of a New Frontier*, Wadsworth Publishing Co., Inc., pp. 213-215.

(22) Altre proposte con intendimento pratico sono contenute in GEORGE N. HALM, ed., *Approach to Greater Flexibility in Exchange Rates*, Princeton University Press, 1970, in particolare nella Parte IV (« Practical Proposals and Suggestions for Implementation », con contributi di L. B. KRAUSE, R. V. ROOSA, W. FELLNER, G. C. CHITTENDEN, R. N. COOPER, D. B. MARSH, T. D. WILLET, C. M. VLIJERDEN e H. G. JOHNSON).

i meriti teorici di ciascuna delle proposte, sebbene quello di esaminare se ed in che modo esse sono suscettibili di essere poste in atto. La seconda ragione, di carattere più sostanziale, è che nell'opinione dello scrivente le discussioni su quegli aspetti sono raramente conclusive. Le variabili che influenzano i movimenti di capitali a breve termine sono numerose — differenze nei tassi d'interesse, successo o insuccesso reale o immaginato (dagli operatori) di misure di aggiustamento interno, natura delle aspettative e loro elasticità rispetto ai movimenti del tasso di cambio « spot », valutazione più o meno ben fondata del se e per quanto tempo un paese può « resistere » sulla base delle proprie riserve e della capacità di prendere a prestito. Tutte queste variabili assumono valori che fluttuano entro un campo più o meno ampio e che possono avere segni positivi o negativi. Poiché in pratica, e nel breve periodo — che è la nostra dimensione temporale — tali variabili possono essere indipendenti l'una dall'altra, il numero delle possibili combinazioni dei loro valori possibili è talmente elevato da rendere oltremodo limitata la possibilità di formulare in astratto una o più regole che mirino a prevedere con buona certezza quali saranno le risultanze in ciascuna situazione pratica (23). Le difficoltà aumentano se si include tra le variabili l'eventualità, ma non la certezza, di altri elementi come l'introduzione di controlli sui movimenti di capitali a breve termine, che a loro volta possono differire notevolmente in intensità e in efficacia.

17. Avendo ammesso che una « maggiore flessibilità » è desiderabile, e avendo posto in rilievo che le proposte finora avanzate sollevano una quantità di problemi che rimangono insoluti e sono probabilmente insolubili, è ora nostro compito discutere come si può articolare una forma di flessibilità limitata (24). Trascureremo le varie

(23) In un articolo recente G. GANDOLFO (« Tentativi di analisi teorica in tema di cambi flessibili e speculazione », in *L'Industria*, n. 1, 1971) ha raggiunto praticamente le stesse conclusioni sulla base di un modello matematico, anche se la sua analisi considera movimenti di capitali dovuti soltanto a speculazioni (ad esclusione, ad esempio, di differenze nei rendimenti), ed anche se egli assume che il tasso di cambio a pronti è la sola variabile che determina la condotta degli speculatori (« Sembra plausibile che gli speculatori basino le loro aspettative sul tasso di cambio corrente e sul suo andamento », p. 46).

(24) In pratica, gli studi su questo argomento si arrestano al punto in cui sollevano problemi da risolvere (si veda, ad esempio, G. N. HALM, *op. cit.*, pp. 24-27). Il Rapporto degli Amministratori del FMI non va molto più in là. Per di più è frammentario. Respinge un metodo particolare per cambiare le parità — cioè gli aggiustamenti automatici, ad intervalli fissi (pp. 44-46); non prende in considerazione metodi non automatici (o discre-

forme di « wider bands » e svilupperemo la nostra tesi sul metodo delle parità mobili, ciò che non esclude, tuttavia, che « wider bands » siano compatibili con la soluzione che si suggerisce.

18. Le parità mobili non si muovono da sole; e poiché nel sistema attuale i cambiamenti permessi di parità non hanno luogo (per lo meno tempestivamente), si deve fare qualcosa di concreto perché ciò accada. Gli ingredienti necessari sono due: 1) un meccanismo che segnali l'opportunità di attivazione del processo; e 2) un nuovo elemento, di tipo esogeno, da aggiungere all'attuale processo di attivazione, che è di iniziativa esclusivamente nazionale (25).

Per l'ingrediente 1) ciò che è necessario è la costruzione di « indicatori ». Tali indicatori devono avere, affinché il sistema possa funzionare efficacemente, certe caratteristiche; in particolare, devono essere di chiara comprensione, semplici nella costruzione e di affidamento sufficientemente sicuro; dovrebbero inoltre richiedere nella misura *minore* possibili calcoli complessi (e a volte di dubbia validità) e « stime » o valutazioni di prospettive dell'economia e della bilancia dei pagamenti dei singoli paesi (queste stime e valutazioni entrano invece nel processo che porta alle decisioni finali); inoltre, per servire un sistema monetario internazionale (distinto da sistemi regionali), devono essere suscettibili di applicazione a tutti i paesi e non soltanto ad un gruppo di essi, ed essere costruiti in modo tale da offrire, nella misura *massima* possibile, risultati comparabili o simmetrici quando applicati ai vari paesi del sistema. Devono infine essere tali da suggerire cambiamenti di parità in *entrambi* i sensi, e da tener conto di aumenti o diminuzioni della liquidità globale del sistema.

19. In linea di principio si possono concepire tre categorie principali di indicatori: quelli che si basano sul meccanismo di mercato; quelli che si basano sulle variazioni relative dei prezzi; e quelli che si basano sulle variazioni della posizione valutaria netta delle autorità

zionali); e, nella parte « Policy », menziona soltanto una semplice proposta semifacoltativa (sotto il titolo « prompt adjustment of parities in appropriate cases »), che, come si è osservato, sembra differire soltanto in modo marginale dal sistema attuale, e che non è neppure discussa.

(25) L'esperienza dimostra che questo elemento additivo è necessario anche nei casi in cui, a tutti gli effetti pratici, la parità è abbandonata. I paesi dell'America Latina offrono, nell'ultimo ventennio, esempi numerosi di tassi « liberi » che sono di fatto congelati, e di « parità striscianti » che rimangono inceppate.

monetarie. Il primo gruppo è una derivazione della teoria dei prezzi; il secondo si riconnette alla teoria della parità dei poteri d'acquisto; il terzo alla teoria della bilancia dei pagamenti.

20. Il primo gruppo è stato ricordato per pura completezza formale. Richiederebbe come condizioni necessarie che: 1) il tasso di cambio si muovesse entro un campo sufficientemente ampio; e 2) non ci fossero interventi da parte delle autorità. In queste condizioni le nuove parità verrebbero fissate periodicamente sulla base del tasso di cambio a pronti o di qualche combinazione di questo tasso con quello a termine. La fiducia in questo tipo di indicatori dipende in modo essenziale dalla fiducia nel principio della « onniscienza del mercato »; esige cioè che si accetti che in qualsiasi momento il tasso di cambio, o la prescelta combinazione di tassi di cambio, rappresentino il « vero » valore della moneta. Avendo espresso un'opinione negativa su questa tesi in un paragrafo precedente, non è il caso di ripeterci; né è opportuno entrare negli aspetti tecnici della costruzione di questo gruppo di indicatori.

21. Il secondo gruppo consiste essenzialmente in raffronti tra gli indici dei prezzi interni, o altri indici di prezzi, di diversi paesi. E' basato direttamente sulla teoria della parità dei poteri d'acquisto; ed implicitamente sulla considerazione corroborante che determinando in questo modo il valore relativo delle monete si elimina, a differenza di quanto avviene con i tassi di mercato, l'influenza di elementi stagionali, temporanei o erratici nella domanda e offerta di valuta estera. Ciò però solleva due ordini di questioni, che saranno esaminati nei paragrafi seguenti: 1) la validità della teoria come tale, sia concettualmente sia sulla base di verifiche empiriche; 2) alcuni problemi teorici e pratici dei numeri indice.

22. Il principio fondamentale che è alla base degli indicatori del secondo gruppo è che al tempo t il tasso di cambio di equilibrio R_t tra le monete di due paesi A e B è dato dalla formula seguente:

$$[1] \quad R_t = R_0 \frac{I_{t,0}^A \gamma_{t,0}^A}{I_{t,0}^B \gamma_{t,0}^B}$$

dove R_0 è il tasso di cambio (di equilibrio) al tempo 0, e il numeratore e denominatore della frazione sono prescelti indici di prezzi ($I_{t,0}$) del tempo t rispetto al tempo 0 moltiplicati per fattori correttivi

($\gamma_{t,0}$) che saranno precisati più avanti e che hanno anch'essi una dimensione temporale. Ne seguirebbe che se R_0 era la parità al tempo 0, R_t sarebbe il valore appropriato di parità al tempo t . La questione normativa se R_t deve essere dichiarata come parità è alquanto diversa e non verrà discussa nel presente contesto.

23. Alcuni anni fa Bela Balassa (26) discusse il problema indicato nel punto [1] del paragrafo 21 sotto il profilo teorico e introdusse perfezionamenti (27). Fece anche alcune verifiche empiriche, con brevi riferimenti ad aspetti operativi. In quanto segue passeremo in rassegna alcune delle modifiche che sono necessarie per migliorare la teoria, porremo in risalto le ipotesi implicite ed esplicite, e cercheremo di arrivare a una conclusione circa l'utilità, dal punto di vista operativo, di indicatori basati sul principio in discussione, trascurando per il momento i problemi che sorgono dalla teoria e pratica dei numeri indice.

24. La teoria della parità dei poteri d'acquisto può considerarsi come una derivazione concettuale della pura teoria quantitativa della moneta applicata a mercati chiusi. Essa presenta gli stessi difetti della seconda, in particolare quelli inerenti al suo carattere molto « aggregativo » e al fatto di trascurare implicitamente fattori di natura non monetaria. In altri termini, essa darebbe risultati corretti se, usando una presentazione fisheriana, si potessero mantenere invariate sotto tutti gli aspetti le transazioni interne, il che implicherebbe che in ciascun paese le variazioni nella combinazione moneta-velocità troverebbero un riflesso soltanto in spostamenti « paralleli » delle funzioni di domanda e offerta di beni individuali, e di conseguenza in variazioni corrispondenti dell'aggregato, ossia del livello generale dei prezzi. L'uso del livello generale dei prezzi per il calcolo delle parità *assolute* non dà, come osserva Balassa, la corretta valutazione relativa delle monete ogni qualvolta ci sono

(26) BELA BALASSA, « The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal », in *The Journal of Political Economy*, dicembre 1964, pp. 584-596.

(27) Il lavoro di Balassa da, in linea di principio, la possibilità di introdurre correttivi quantitativi degli indici dei prezzi. E' doveroso ricordare il lavoro originale di critica e perfezionamento della teoria in parola di C. BRESCIANI-TURRONI, « The Purchasing Power Parity Doctrine », in *L'Egypte Contemporaine*, 1934, pp. 443-464. Un altro lavoro pioniere è quello di M. GILBERT e I. B. KRAVIS, *An International Comparison of National Products and the Purchasing Power of Currencies*, OEEC, Paris, 1954.

differenze tra paesi nei prezzi relativi dei beni scambiati internazionalmente rispetto ai prezzi di altri beni e servizi. A loro volta, quelle differenze sono connesse con i pesi relativi che i settori che producono le due categorie di beni e servizi hanno nel reddito nazionale; e riflettono le differenze di produttività tra quei settori (28). Le stesse considerazioni si applicano ai confronti *intertemporali* ogni qualvolta, tra due punti nel tempo, ciascuno dei paesi in considerazione registra tassi di variazione diversi nelle produttività settoriali e tassi di variazione diversi nei salari orari e nella composizione del prodotto nazionale. Ulteriori complicazioni sorgono quando si operi qualche disaggregazione nello schema di cui sopra. Per dare un esempio, se si suppone, come si dovrebbe, che le funzioni di offerta dei singoli beni scambiati hanno elasticità differenti nei diversi paesi, il fattore proporzionale (variazione del tasso di cambio) che produce una variazione nulla nel saldo dei conti esteri — nel caso di spostamenti di quelle funzioni, dovuti ad esempio a variazioni dei tassi dei salari e della produttività — dipende tra l'altro dalle suddette elasticità.

25. Le considerazioni di Balassa sulla formulazione assoluta della teoria discendono dal postulato (che sembra confermato dai dati) che a livelli più elevati di reddito nazionale il livello dei prezzi è più elevato perché a quei più alti livelli di reddito la proporzione del settore dei servizi si presume più grande, e in tale settore le differenze di produttività tra paesi sono minori che in altri settori, mentre i tassi dei salari e i prezzi sono influenzati da quelli del rispettivo settore manifatturiero nazionale. Balassa pertanto suggerisce di correggere la parità dei prezzi con fattori che sono funzioni del reddito nazionale. Conclude, però, che, anche effettuando questa correzione, si può soltanto ottenere « qualche indicazione sulla sopravvalutazione o sottovalutazione di una moneta ». La stessa conclusione si applica a confronti intertemporali. Così, restando vicini a Balassa, e specialmente quando si introducano altre considerazioni (per esempio, differenze nelle elasticità), sorgono dubbi molto forti sulla possibilità, perfino in teoria, di determinare con precisione, agli effetti della

(28) *Op. cit.*, p. 586. Si può osservare che i problemi che sorgono nell'uso di questa formula per la determinazione del livello *assoluto* del tasso di cambio nell'anno base possono essere lasciati da parte prendendo a prestito dalla teoria della bilancia dei pagamenti il livello di equilibrio. Ciò, d'altra parte, non è così semplice come potrebbe sembrare, dato che, tra l'altro, si deve decidere se il tasso di equilibrio è quello che assicura un saldo zero in conto corrente oppure un saldo base nullo.

formula [1], fattori correttivi γ sui quali poter fare assegnamento. Inoltre, difficoltà pratiche si incontrerebbero nel calcolare la grandezza numerica di tali fattori per ciascun paese, ai vari livelli di reddito, e così pure nel calcolare le variazioni dei fattori stessi nel tempo.

26. L'esame di Balassa si limita sostanzialmente all'aspetto « offerta ». Per introdurre la domanda useremo un approccio basato sulla spesa. Il caso più semplice è quello in cui un'alterazione del tasso di cambio di equilibrio è dovuta a *fattori esclusivamente monetari*, e il punto di partenza è una situazione di pieno impiego. In tale ipotesi variazioni del livello generale dei prezzi possono riflettere soltanto in misura limitata il tasso di cambio che corrisponde alla situazione monetaria esistente, e pertanto possono soltanto dare una indicazione imperfetta della dimensione della correzione da apportare al tasso (di squilibrio) in vigore. Tutto dipende da dove vengono spese le (nuove) disponibilità monetarie. Nel caso estremo, in cui tutta l'espansione monetaria interna fosse trasferita all'estero per l'acquisto di beni (compresi beni capitali) e servizi, il conseguente squilibrio nei conti esteri non troverebbe nessuna corrispondenza, con tutta probabilità, in una variazione della parità dei poteri d'acquisto. Quanto sopra può essere espresso in forma simbolica prendendo a prestito da Triffin la seguente identità ex-post (29):

$$E \equiv (y - y_0) P_0 + (P - P_0) y + D$$

dove E è un impulso espansionistico; $(y - y_0)P_0$ è la variazione del reddito reale; $(P - P_0)y$ è la variazione monetaria del reddito reale; e D il deficit della bilancia dei pagamenti in conto corrente. Nel caso ipotizzato nel testo $E = D$, e quindi, o entrambe le variazioni monetarie e reali del reddito sono nulle, o sono di segno opposto e la loro somma algebrica è zero. Ne consegue che se la variazione del reddito reale fosse zero, anche quella dei prezzi sarebbe zero. Inoltre, quella relazione pone in risalto che la teoria in questione trascura gli effetti di un'espansione monetaria sul reddito reale. [Naturalmente se invece di un'identità scrivessimo relazioni funzionali $(y - y_0)P_0$ apparirebbe come uno dei fattori che determinano D.]

(29) R. TRIFFIN, « A Statistical Framework for Monetary and Income Analysis », in *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, ed. by WILLIAM FELLNER, FRITZ MACHLUP and ROBERT TRIFFIN (Princeton University Press, Princeton, N.J., 1966), p. 217.

27. Un'analisi più approfondita del lato della domanda, dovrebbe trattare, *intera alia*, degli effetti di spostamenti nel tempo delle funzioni di domanda dei beni oggetto di commercio internazionale. Quest'analisi condurrebbe a conclusioni simili a quelle raggiunte considerando il lato offerta; con l'aggravante che, per lo meno in breve periodo, non soltanto l'entità, ma anche la direzione o segno algebrico *ex ante* degli effetti sul livello dei prezzi di spostamenti di tali funzioni sono *incerti*, dipendendo dal comportamento di certe variabili (ad esempio da variazioni della propensione marginale al risparmio, o da misure di attivazione o contrazione della domanda totale interna), e questo comportamento è di difficile determinazione *a priori*.

28. Per risolvere un problema simile a quello in discussione è stato proposto di costruire indici speciali. Nel 1965 il National Bureau of Economic Research pubblicò uno studio sulla misura della « concorrenzialità » internazionale dei prezzi (30). Questo studio pose in rilievo l'inadeguatezza, ai fini menzionati, dei numeri indice costruiti dal governo degli Stati Uniti, e suggerì un indice per beni scambiati nel mercato internazionale. Lo studio espresse la speranza che « il risultato di questa inchiesta incoraggi governi ed enti internazionali a perseguire su basi più sistematiche la misura dei rapporti internazionali dei prezzi. Ciò darebbe un contributo alla comprensione delle correnti di scambio e dei cambiamenti nelle bilance dei pagamenti dei paesi industrializzati. I dati disponibili non sono tali che si possa fare assegnamento su di essi per costruire una base soddisfacente per valutare i cambiamenti nei rapporti dei prezzi sul mercato mondiale » (31). Risulta che il Bureau of Labor Statistics statunitense ha lavorato intensamente per la costruzione di un indice simile a quello proposto dal NBER. Sembra, inoltre, che il progetto sia più esteso della proposta del NBER, nel senso che verrebbero inclusi anche prodotti non manufatturati. Bisognerà attendere il completamento di questo progetto per giudicare se la posizione negativa espressa dagli autori dello studio del NBER per quanto riguarda il nostro problema resta ancora valida; e cioè se continua ad essere

(30) I. B. KRAVIS, R. E. LIPSAY, P. J. BOURQUE, *Measuring International Price Competitiveness*, National Bureau of Economic Research, New York, 1965.

(31) *Op. cit.*, pp. 1-2.

vero che « i nostri confronti tra luoghi diversi e i nostri indici di "concorrenzialità" dei prezzi sono, in un certo senso, paralleli alle versioni assoluta e relativa del concetto di parità dei poteri d'acquisto. Non abbiamo tentato, però, di ottenere una misura adatta al calcolo dei tassi di cambio di equilibrio, e il nostro sistema di pesi (basati sul commercio mondiale) non corrisponde a quelli normalmente discussi nel contesto delle parità dei poteri d'acquisto » (32). Per il momento, la conclusione è che non si può fare assegnamento nemmeno su questi indici speciali di prezzi.

29. Data la natura essenzialmente negativa delle conclusioni dei paragrafi precedenti faremo soltanto una enumerazione di alcuni problemi teorici e pratici relativi ai numeri indice, *limitatamente ai casi* in cui si voglia usarli per confronti internazionali. Dal punto di vista teorico, tre problemi appaiono di notevole rilevanza, e cioè: se, e in che misura, è legittimo correggere indici nazionali per tener conto di « miglioramenti » introdotti dal sistema produttivo; quali pesi assegnare (costanti o variabili) a variazioni di prezzi di prodotti nazionali, oppure se si devono usare indici di valore; e in che misura tener conto di variazioni di dazi doganali puri e semplici o della cosiddetta « effective protection ». Circa i problemi pratici, i più seri sono quelli che riguardano la disponibilità e bontà dei dati e della comparabilità internazionale degli indici. Chi ha esperienza diretta degli aspetti principali dei numeri indice dei paesi in sviluppo (ma anche di certi paesi avanzati) conosce le gravi lacune riguardanti la disponibilità di dati e la bontà delle rilevazioni. Inoltre ciascun indice può avere deficienze per ciò che concerne il « paniere » delle merci in esso incluse, i sistemi di pesi, il fatto di subire troppo o troppo poco l'influenza di prezzi di beni specifici, e così via. Tra indici dello stesso tipo costruiti da paesi differenti discrepanze possono, poi, esistere per quanto riguarda le formule matematiche, l'esistenza o meno di controlli parziali di prezzi con efficacia diversa, il ritardo con il quale gli indici vengono pubblicati.

30. Le nostre osservazioni sugli indicatori basati su indici di prezzi possono essere così riassunte: 1) se si usano indici generali dei prezzi, è essenziale introdurre fattori correttivi al fine di ottenere

(32) *Op. cit.*, p. 9.

un'indicazione significativa dei tassi di cambio di equilibrio; 2) esistono seri dubbi circa il grado di precisione, dal punto di vista teorico, di tali fattori correttivi, e circa la possibilità di calcolare in pratica la grandezza ed il segno algebrico della correzione, specialmente per problemi di breve periodo; 3) per questi motivi (e per considerazioni pratiche) sarebbe necessario ricorrere a indici speciali; 4) non è ancora sicuro che indici di questo tipo, cui si sta lavorando, possano essere strumenti validi per determinare sia la « concorrenzialità » dei prodotti di un paese sia il tasso di cambio di equilibrio della sua moneta; 5) la gran maggioranza dei paesi non sta elaborando, per quanto ci risulta, indici speciali del genere.

In conclusione, la possibilità di usare gli indicatori in questione a fini operativi sembra molto limitata, particolarmente se si tiene conto dell'importanza delle decisioni che dovrebbero essere basate, in parte, su di essi. Ciò non esclude però che, in certi casi, e con le dovute cautele, essi possano essere utilizzati come criterio sussidiario di altri indicatori.

31. Le conclusioni negative dianzi raggiunte possono essere così parafrasate: in un'analisi di breve periodo non è possibile fare una diagnosi sicura del ruolo che, ogni qualvolta c'è uno squilibrio nel mercato dei cambi, hanno avuto i fattori « prezzo », i fattori « reddito », spostamenti nelle funzioni di domanda e offerta per esportazioni e importazioni, e così via; né è possibile determinare con sicurezza se tali fattori costituiscono cambiamenti « duraturi » oppure divergenze occasionali dalla tendenza di fondo.

Il terzo gruppo di indicatori prende una scorciatoia che prescinde da questi problemi: esso si basa sulle « risultanze » dei suddetti fattori, risultanze che sono « rivelate » dalla domanda e offerta di valuta. Ciò, però, non significa un ritorno alla « teoria del mercato », poiché la caratteristica distintiva della terza categoria di indicatori è che si presume l'esistenza di un « interventore » nel mercato (le autorità monetarie), che compra e vende valuta fondamentalmente per ragioni di politica economica. Gli economisti fautori del « mercato libero » probabilmente sono tentati di ritenere che tali ragioni equivalgono ad « arbitrio » — non per nulla si chiama « sudicia » la fluttuazione con intervento. Ma in certi casi l'interventore è meglio informato del « mercato », per esempio a motivo di una decisione,

già presa in sede politica, di correggere lo squilibrio principalmente mediante un processo di aggiustamento interno (33).

32. Il principio sottostante a questo terzo gruppo di indicatori è che le variazioni nell'attivo e passivo *estero* dei bilanci delle autorità monetarie sono uno specchio abbastanza fedele di uno squilibrio o equilibrio della bilancia dei pagamenti *attraverso gli interventi sul mercato*. Per dissipare fin dall'inizio l'impressione che questa sia una tautologia, si deve notare che, per esempio, una variazione nulla della posizione valutaria netta è compatibile con un deficit della bilancia in conto corrente, qualora questo deficit sia il risultato di importazioni che rappresentano un investimento estero diretto (non implicante transazioni sul mercato valutario). Questi indicatori hanno il vantaggio di essere già stati usati con abbastanza successo, sebbene in casi (34) che sotto molti rispetti erano molto più semplici di quelli di paesi avanzati con strutture finanziarie abbastanza complesse. Per questo motivo si dovrà considerare un campo più ampio di quello delle sole autorità monetarie, e sarà necessaria qualche disaggregazione.

33. Per semplicità espositiva ci limiteremo soltanto alle autorità monetarie, supponendo che non si permetta al resto del sistema di avere attivi e passivi in moneta estera o verso l'estero. Il concetto centrale che sta alla base degli indicatori in questione è l'*attivo valutario netto* (AVN) delle autorità monetarie. Ciò che rende questo approccio attraente è che i dati necessari sono disponibili con facilità e prontezza. Un altro vantaggio è che, in un sistema di conti nazionali ben coordinato, gli indicatori di diversi paesi sono congrui (o

(33) Mentre si noverano casi numerosi in cui gli interventi a difesa di una moneta si sono dimostrati inani dopo un periodo di pochi mesi, si sono avuti casi non infrequenti in cui il giudizio delle autorità si è dimostrato superiore a quello degli speculatori. Purtroppo l'approccio, a volte impressionistico, di attribuire maggior importanza ad eventi accompagnati da variazioni della parità deforma lo sfondo storico a favore del primo gruppo di casi.

(34) Lo scrivente collaborò nel 1964 ad uno di questi indicatori. A quell'epoca un modello contabile generalizzato, consistente in *identità* tratte dai bilanci del settore monetario collegate con quelle tratte dalla contabilità nazionale, era stato elaborato nell'OEEC dal Prof. R. Triffin e da Geer Stuvcl. Questo modello era però per scopi monetari generali e non aveva riferimento specifico ai mercati dei cambi (vedasi *Statistics of Sources and Uses of Finance, 1948-1958*, OEEC, 1959). Più tardi, nel 1966 il Prof. Triffin usò lo stesso modello per l'analisi di squilibri esterni, compresa la diagnosi «of disturbances». V. i suoi due saggi in *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, op. cit., pp. 85-108 e 213-221.

simmetrici), il che è particolarmente utile se si vuole considerare il problema degli squilibri dai due lati (surplus e deficit). D'altra parte, esistono difficoltà, peraltro superabili, come si vedrà, nella definizione della posizione *netta*.

34. Il fatto che si deve far uso di una posizione netta richiede una breve spiegazione. Nel caso in cui sopravvenga un « elemento di disturbo », di origine interna o esterna, che influenzi le funzioni di domanda e/o offerta nel mercato delle valute estere, gli interventi sul mercato, che impediscono al tasso di cambio di funzionare come elemento equilibratore, danno luogo a una riduzione (aumento) delle riserve *lorde* per un ammontare eguale al deficit (surplus) in conto corrente (per il momento si suppone che non esistano movimenti di capitali). Quest'uguaglianza scompare ogniqualvolta si faccia uso di risorse all'uopo prese a prestito all'estero. Nel caso di un deficit, le riserve lorde possono non diminuire affatto (o possono addirittura aumentare) se l'ammontare che le autorità hanno preso a prestito è eguale (o maggiore) alla somma usata negli interventi. L'eguaglianza viene ripristinata se l'ammontare del prestito estero è dedotto dalla posizione valutaria lorda. Egualmente, nel caso di surplus, si assicura l'eguaglianza se le eventuali riduzioni di passività effettuate con la valuta estera acquistata nel mercato vengono incluse nel calcolo.

35. Difficoltà concettuali sorgono, però, quando ci si chiede se *tutte* le passività delle autorità devono essere trattate allo stesso modo; e, se la risposta è negativa, quali passività devono essere incluse e quali escluse, e perché.

In linea generale, il criterio da seguire dovrebbe essere in stretta relazione con lo scopo per cui l'indicatore è usato; cioè, col giudizio sulla bontà di un dato tasso di cambio.

Seguendo questo principio, si dovrebbe stabilire che le passività da includere nel calcolo dell'attivo valutario netto sono quelle che hanno una relazione diretta con le disponibilità lorde che possono essere usate per (o derivare da) interventi nel mercato. Dovrebbero quindi essere inclusi sia i prestiti contratti per sostenere un mercato debole, sia i rimborsi di prestiti resi possibili da interventi effettuati al fine di assorbire un'eccedenza valutaria sul mercato. Questa definizione può creare alcuni problemi nel caso di riduzione di certe passi-

vità, ad esempio delle passività che hanno una scadenza a lungo termine (un prestito della BIRS) e che come tali sarebbero normalmente escluse dalla definizione iniziale dell'AVN. Lasciando da parte questa difficoltà, si deve precisare che la posizione AVN non è influenzata da prestiti, o rimborsi di prestiti *come tali*: l'indicatore rimane immutato fino a che i fondi presi a prestito non sono spesi. Esso diminuisce soltanto a misura che i fondi sono utilizzati in operazioni di intervento. Parimenti, l'indicatore aumenta a misura che si effettuano acquisti sul mercato per interventi, ma rimane invariato quando si riducono o eliminano passività. Quando queste operazioni di prestito vengono effettuate con le autorità monetarie di altri paesi, la simmetria internazionale di questi indicatori è assicurata.

36. Si deve notare brevemente che sia l'attivo, sia il passivo dei bilanci possono presentare problemi di definizione e simmetria internazionale, in vista della possibilità che nel primo caso l'attivo lordo può essere ridotto o aumentato mediante l'acquisto o liquidazione di averi a medio e lungo termine, con effetti corrispondenti sull'AVN. Problemi simili possono presentarsi rispetto alle passività, particolarmente a quelle che, per ragioni giuridiche o istituzionali, non hanno lo stesso trattamento nei diversi paesi.

Nel caso di certe passività specifiche non è possibile stabilire regole *a priori*. Senza entrare in un'enumerazione di casi, due gruppi di situazioni meritano speciale attenzione. Nel primo gruppo rientrano i crediti condizionali in valuta estera (bilaterali o multilaterali) che vengono contratti al fine di porre in atto un programma di stabilizzazione che comprende il mantenimento della parità. E' molto probabile che in questi casi i fondi presi a prestito vengano spesi e che pertanto l'AVN diminuisca; ma sarebbe contraddittorio se una tale diminuzione dell'indicatore venisse usata per mettere in azione un processo che potrebbe condurre a una variazione della parità. Pertanto si dovrà decidere o di non includere il credito tra le passività per il calcolo dell'AVN (per lo meno fintanto che il programma è posto in atto); o di ignorare *pro tanto* la variazione dell'indicatore. Il secondo gruppo di complicazioni sorge nel caso di paesi sottosviluppati.

Una caratteristica di tali paesi è che normalmente essi hanno un afflusso netto di risorse reali e finanziarie, cioè un deficit nelle partite correnti. Questo deficit è compatibile con un'assenza di interventi nel mercato dei cambi soltanto quando i movimenti di capitali che lo

finanziano non danno luogo ad operazioni su detto mercato. Il caso opposto si ha quando il finanziamento è fatto con ciò che si chiama comunemente un « prestito per programma ». E' questo un altro modo per indicare un sostegno alla bilancia dei pagamenti. Poiché si può dare per certo che i fondi vengono spesi, gli AVN *pro tanto* si riducono se il prestito viene incluso tra le passività. Il dilemma si può allora porre in questi termini. O si è d'accordo che il tasso di cambio di squilibrio per la parte corrispondente al prestito è desiderabile, nel qual caso si possono seguire due vie (come nel caso precedente): escludere questa passività dall'AVN, oppure includerla, ma trascurare il suo effetto ai fini del mantenimento del livello di parità; *oppure* il prestito è considerato come una misura di pura assistenza alla bilancia dei pagamenti, nel qual caso si dovrebbe attribuire pieno significato alla variazione dell'AVN per le sue implicazioni circa il tasso di parità. Problemi di questo genere possono soltanto essere risolti in base a considerazioni sostanziali e a criteri di politica economica in ciascun caso particolare.

37. Si prenda ora in esame un sistema più ampio che comprenda le istituzioni finanziarie, il settore privato non finanziario e il settore ufficiale non monetario. Le variazioni nelle loro passività ed attività estere non implicano necessariamente movimenti valutari ma *possono* influenzare in molti casi il mercato dei cambi; e quando ciò avviene i bilanci delle autorità monetarie e le variazioni nel loro AVN perdono alquanto di significato. Supponendo uno squilibrio nella bilancia dei pagamenti, si può scrivere l'identità seguente:

$$I \equiv \Delta R + \Delta F_B + \Delta F_P + \Delta F_G$$

in cui I è lo squilibrio; R è l'AVN delle autorità monetarie; F_B , F_P e F_G sono rispettivamente le posizioni nette del « sistema bancario », del settore privato e del « settore finanza di sviluppo ». Pur ammettendo una corrispondenza soltanto imperfetta tra il bilancio di quei « settori » e le categorie convenzionali dei flussi internazionali, si può accettare come prima approssimazione che: 1) i movimenti di capitali a breve termine sono riflessi in ΔF_B (ma anche ΔR , specialmente quando le pressioni speculative sono intense); 2) i crediti di fornitori e gli investimenti diretti sono compresi in F_P ; 3) i finanziamenti di progetti del settore pubblico, la finanza ufficiale di sviluppo come pure altre forme analoghe di assistenza sono riflessi in ΔF_G (questo

corrisponderebbe, approssimativamente, all'« assistenza ufficiale per lo sviluppo » secondo la definizione del CAS » (35).

Il fatto che le componenti della parte destra dell'identità hanno tutte un segno positivo non significa affatto che ciascuna di esse sia necessariamente sempre positiva. In casi concreti ciascuna variazione netta avrà un segno positivo o negativo se, rispettivamente, la posizione netta del settore aumenta o diminuisce. Quando la bilancia dei pagamenti è in deficit (nel qual caso I è negativo), se l'afflusso netto di capitale privato e pubblico (variazioni nette negative di F_P e F_G) è eguale al deficit, e se ΔF_B è nullo, ΔR deve essere anch'esso nullo indicando un mercato di cambi in equilibrio al tasso di cambio vigente, nonostante il deficit. Parimenti, una variazione nulla dell'AVN delle autorità monetarie può coesistere con un equilibrio nel mercato dei cambi, al tasso vigente, e con un'eccedenza in conto corrente eguale alla somma (di segno positivo) di ΔF_P e ΔF_G (ancora, se ΔF_B è eguale a zero). Le due situazioni ora descritte in astratto si avvicinano a quelle di un paese tipico sottosviluppato, e di un paese tipico sviluppato (nel caso in cui i movimenti lordi di capitali a breve termine si annullino oppure siano assenti a causa, per esempio, di controlli efficaci sui movimenti di capitali).

38. A questo punto si deve prendere una decisione che è di cruciale importanza per il significato dell'AVN e quindi per la sua validità come indicatore. Ci si domanda: si deve scartare questo indicatore per il fatto che, come si è visto, una sua variazione nulla è compatibile con un'eccedenza o un deficit in conto corrente (possibilmente entrambi di dimensioni notevoli)? Oppure si deve accettarlo a motivo del modo particolare in cui l'eccedenza o il deficit sono finanziati, e del fatto che la variazione nulla riflette l'equilibrio nel mercato valutario? Lo scrivente è a favore della seconda alternativa che in parte è arbitraria, ma in parte è basata su considerazioni di carattere economico. Nella misura in cui i crediti di fornitori e gli investimenti diretti hanno origine in considerazioni economiche, e nella misura in cui l'assistenza ufficiale per lo sviluppo (per progetti specifici) è concessa in considerazione di differenze della redditività

(35) Da un punto di vista pratico-contabile dovrebbe esserci un'altra voce: « errori e omissioni ». Concettualmente, però, le componenti di questa voce dovrebbero essere incluse nelle categorie indicate nell'identità. D'altra parte, questa non è una buona ragione per ignorare quella voce, specialmente quando si fa un tentativo di costruire indicatori sulla base di dati tratti dai bilanci. Una soluzione accettabile potrebbe essere l'attribuzione in certe proporzioni (con un minimo di arbitrio) di questa voce alle varie categorie dell'identità.

economica reale del capitale, i tassi di cambio che sono congrui con questi flussi e mantengono in equilibrio il mercato valutario *possono essere considerati* tassi di equilibrio. Se si è d'accordo su questo punto, un indicatore basato sull'AVN è *prima facie* accettabile.

39. Dobbiamo ora discutere come usare la posizione valutaria netta del « sistema bancario ». Questo « settore » è, di fatto, più ampio dell'insieme delle banche; esso comprende altre istituzioni finanziarie e investimenti di portafoglio. Si noti, per inciso, che l'importanza della posizione di questo « settore », come indicatore del tasso di cambio, aumenta, grosso modo, con l'allargarsi della « banda », che riduce la necessità di intervento da parte delle autorità monetarie. Due sono le possibili soluzioni: o si decide di consolidare il bilancio di questo « settore » con quello delle autorità monetarie; oppure si usa la sua posizione netta come indicatore sussidiario. Le considerazioni seguenti sono a favore della seconda soluzione. In primo luogo, dato che le variazioni della posizione del settore in questione sono spesso influenzate in misura notevole dalla speculazione sul mercato dei cambi, e dato che i movimenti di capitali possono essere generati da aspettative poco fondate potrebbe essere inopportuno esagerare (o minimizzare), attraverso il menzionato consolidamento, le variazioni dell'AVN delle autorità monetarie. C'è una seconda ragione di natura pratica. I dati delle istituzioni finanziarie in genere non si ottengono con altrettanta prontezza di quelli delle autorità monetarie, e pertanto un consolidamento dei bilanci dei due « settori » comporterebbe un ritardo di alcuni mesi nel calcolo dell'indicatore (36). Inoltre, i dati riguardanti certi flussi di questa categoria si ottengono a volte più facilmente attraverso contatti con le autorità che attraverso i bilanci delle istituzioni. Ciò avviene, per esempio, nel caso di prestiti ottenuti all'estero per il tramite dei mercati finanziari, su suggerimento delle autorità, e di operazioni a senso inverso, laddove si verificano, una volta superata la « crisi » (37).

(36) Si deve osservare che nel bilancio le posizioni debitorie e creditorie *in valuta* devono essere trattate separatamente da altre posizioni « esterne ». Per rendersene conto, si consideri un'operazione singola nella quale una banca acquista un attivo in valuta e simultaneamente crea un conto di non-residenti (presumibilmente convertibile) per un ammontare equivalente in moneta nazionale. Se si dovesse includere nel calcolo questa passività, la variazione netta della posizione sarebbe nulla; ciò non rifletterebe (come invece dovrebbe) la pressione (verso l'alto) sulla moneta nazionale nel mercato dei cambi.

(37) Queste considerazioni suggeriscono che la costruzione di indicatori del tipo in discussione trova impedimenti nel caso di assenza di un sistema di controlli dei cambi. Ne sono un esempio i prestiti all'estero a breve termine contratti su larga scala nel mercato

40. Sebbene indicatori di questo tipo soddisfino meglio di altri le condizioni di comparabilità e simmetria internazionale, di rapidità di calcolo e di relativa semplicità nella costruzione, si dovrebbe, prima di adottarli, sottoporli ad una verifica empirica fatta sui dati storici per un numero di paesi sufficientemente grande. Questa verifica potrebbe rivelare certi difetti o lacune nel trattamento di certe partite attive e passive. Potrebbe anche mostrare in che misura è necessario fare uso di indicatori sussidiari basati sulla posizione netta del « sistema bancario », sugli indici dei prezzi, o sul tasso di cambio dell'eventuale mercato parallelo. Supponendo che queste verifiche conducano a conclusioni positive, rimangono da considerare alcuni punti minori di natura tecnica ed economica, prima di esaminare gli aspetti di politica economica.

41. Come s'è detto nel paragrafo 18, lo scopo principale degli indicatori in genere è di promuovere un'azione, da parte della comunità internazionale, che possibilmente (ma non necessariamente) conduca ad un cambiamento di parità. Siccome ciò implica un'erosione di prerogative nazionali, si dovrebbero usare accorgimenti per evitare una rigidità eccessiva nell'uso di questo strumento. Ciò si può ottenere rendendo flessibili i criteri tecnici generali di costruzione dell'indicatore e introducendo considerazioni *ad hoc* paese per paese.

Per ciascun paese, la base intorno alla quale si può costruire la flessibilità desiderata dovrebbe essere un « cammino » prestabilito per l'AVN. E' chiaro che in condizioni di liquidità globale crescente questo « cammino » dovrebbe essere crescente con la conseguenza che se l'AVN rimanesse costante ciò indicherebbe una sopravvalutazione; e che soltanto un tasso di crescita dell'AVN superiore a quello della liquidità globale indicherebbe una sottovalutazione (38). Tuttavia, qualsiasi pretesa di stabilire con precisione le mete per il futuro sviluppo dell'AVN sarebbe non realistica. Pertanto il « cammino »,

libero da imprese argentine nel 1961-62, attraverso banche locali, per superare restrizioni creditizie interne. Queste transazioni avrebbero avuto un riflesso nell'AVN delle autorità monetarie qualora le garanzie bancarie (avales) fossero state autorizzate dalla Banca centrale in modo tale che esse figurassero come passivo contingente di quest'istituzione.

(38) L'idea di un « cammino » prestabilito è coerente con una creazione controllata di liquidità internazionale. Non è stato così durante la situazione prevalsa in anni recenti sotto il « dollar exchange standard ». Se, nonostante le affermazioni di autorità monetarie, una situazione del genere dovesse continuare ad esistere in futuro, il « cammino » sopra menzionato dovrebbe essere riesaminato *ex-post* sulla base di variazioni di moneta-riserva del sistema.

anziché una linea, dovrebbe essere una fascia « a cavallo » della linea. L'ampiezza della fascia dovrebbe essere stabilita sulla base di verifiche empiriche; e dovrebbe essere tale da attivare il « meccanismo » soltanto quando c'è una base solida per farlo, evitando, però, al tempo stesso che il sistema risulti inefficace. Si deve poi tener presente che quando si esaminano i casi particolari dei singoli paesi il tasso di crescita della liquidità globale può non essere l'unico criterio di guida per il « cammino » futuro dell'AVN. Senza entrare nell'esasperante problema della determinazione della funzione di domanda di riserve, si deve riconoscere che le posizioni *iniziali* dell'AVN di alcuni paesi possono suggerire l'opportunità di un'accumulazione di riserve molto più rapida che in altri casi (o viceversa); e che il tasso di accumulazione (o riduzione) desiderato è anche funzione del volume delle transazioni internazionali (del paese), dell'intensità di restrizioni di pagamenti di natura corrente e per movimenti di capitali, e così via. Inoltre, poiché le mete future dovrebbero essere stabilite per intervalli non più lunghi di trimestri, i fattori di stagionalità dovrebbero anche essere presi in considerazione quando siano rilevanti.

42. Qualora indicatori di questo tipo venissero posti in atto, l'esperienza accumulata con il loro uso sarebbe la base più solida sulla quale costruire o perfezionare regole pratiche per la loro applicazione futura. Ciò vale, ad esempio, per il significato da attribuire alle deviazioni dalla fascia, in termini di grandezza delle deviazioni, per il numero minimo di deviazioni consecutive, e via dicendo. L'esperienza insegnerebbe anche se, e in qual misura, indicatori sussidiari dovrebbero essere utilizzati simultaneamente oppure soltanto quando si manifestino deviazioni « eccessive ». Ovviamente, questi commenti sparsi non hanno la pretesa di elencare tutti i possibili adattamenti che l'esperienza può suggerire. D'ora in poi procederemo sulla base dell'ipotesi che i « sintomi » di squilibrio possono essere tempestivamente osservati con sufficiente sicurezza, e discuteremo brevemente i passi successivi da fare nella direzione di un'azione efficace basata su questo « segnale preventivo ».

Il primo punto da considerare per rendere il sistema « operativo » è il « processo di attivazione ». La deviazione principale dal sistema monetario attuale consisterebbe in un'intesa multilaterale secondo cui ogniqualvolta il « segnale preventivo » lo consiglia, l'ente internazionale (FMI) avrebbe il diritto di prendere l'iniziativa per mettersi in contatto col paese interessato (ovviamente in forma confidenziale).

Ovviamente, quest'azione può essere esclusa da un'iniziativa simile presa dal paese stesso; ed è legittimo aspettarsi che i paesi, sebbene *in principio* cedano *pro tanto* la loro sovranità, siano interessati *in linea di fatto* (e certamente nella fase iniziale del sistema) a prendere l'iniziativa prima dell'ente internazionale. Il secondo punto si riferisce allo scopo dell'iniziativa. A motivo della natura molto delicata della materia, l'oggetto immediato principale dell'iniziativa dovrebbe essere quello di intavolare consultazioni sull'opportunità di prendere misure rispetto alle tre variabili fondamentali: il processo interno di aggiustamento, la liquidità (del paese), e una variazione della parità.

Le consultazioni necessariamente consisterebbero di due parti: 1) la diagnosi del trend « anormale » dell'AVN; e 2) l'esame, strettamente connesso, dei rimedi del caso. Per condurre la diagnosi con la necessaria prontezza si presume che tanto il paese quanto l'ente internazionale (FMI) seguano da vicino i fatti congiunturali che hanno un'influenza sull'AVN e sul tasso di cambio. Senza tentare di fare un elenco delle varie cause possibili, ci limitiamo a sottolineare che la diagnosi dovrebbe avere un'ampiezza tale da comprendere fattori reali oltreché monetari, esterni oltreché interni, spostamenti di funzioni di domanda e offerta e non solamente elasticità di funzioni storiche calcolate statisticamente, e così via. Ai fini di cui sopra può essere necessario ricorrere agli indicatori sussidiari cui si è fatto riferimento nei paragrafi 30 e 39. Nell'ambito di una collaborazione internazionale, tale diagnosi avrebbe lo scopo di stabilire in che misura sono opportune correzioni bilaterali o multilaterali, piuttosto che correzioni semplicemente unilaterali.

43. La fase in cui si determinano i rimedi del caso è quella in cui la cessione, sia pur limitata, d'iniziativa alla comunità internazionale è compensata dall'uso di un approccio multilaterale. I rimedi possono coprire tutta la gamma che va da una pura e semplice svalutazione (rivalutazione) della moneta di un paese, all'assenza di qualsiasi misura correttiva da parte di detto paese e correzione realizzata « all'estero ». Il primo caso è quello tipico di un paese che soffre di una pura inflazione e le cui autorità, sulla base di un proprio giudizio autonomo, non ritengono di poter porre in atto un processo di aggiustamento interno che sia politicamente accettabile. Il secondo caso — più unico che raro nel mondo reale — sarebbe quello di un paese con un impulso espansionistico interno molto moderato e con prezzi

praticamente stabili, mentre nella gran parte del resto del mondo esiste una domanda effettiva di sotto occupazione e le autorità sono contrarie a prendere misure di riattivazione. In tutti gli altri casi si potrebbero avere per ciascun paese combinazioni di misure correttive, comprendenti cambiamenti di parità, dosi varie di aggiustamento interno, e vari aumenti *ad hoc* (e possibilmente condizionali) di liquidità.

44. Da ultimo, un breve cenno a certi aspetti istituzionali. Gli indicatori basati sull'AVN possono essere influenzati da misure, prese da uno o più paesi, che cadono sotto la giurisdizione di un ente specializzato (per esempio, del GATT). Ciò solleva la questione spinosa se un ente (poniamo il FMI) può dare un suggerimento (ad esempio, di cambiare la parità) sulla base del fatto che certe misure (ad esempio, restrizioni delle importazioni), ancorché approvate da un'altro ente, falsano in modo significativo la fedeltà dell'indicatore (e, per lo meno nel breve periodo, la situazione della bilancia dei pagamenti). Si investe così la questione oggi dibattuta del se, in un nuovo sistema, gli aspetti monetari e commerciali dovrebbero o meno essere considerati congiuntamente, anche dal punto di vista istituzionale. Senza entrare nel vivo del dibattito, si può osservare che anche se si dovesse decidere che questi aspetti devono essere discussi in sedi separate, nulla esclude che l'ente monetario prenda in considerazione misure nel campo commerciale nel valutare le variazioni dell'AVN. Nel caso specifico di introduzione di restrizioni commerciali importanti, appare utile l'uso di indicatori sussidiari basati su variazioni di prezzi, dato che ci si può attendere che quelle restrizioni conducano ad aumenti dei prezzi interni delle merci importate, e così anche dei beni simili di produzione interna.

45. Siamo così giunti alla fine. In un mondo in cui le autorità monetarie sono alla ricerca di una flessibilità del sistema valutario, ma sono, almeno in apparenza, incapaci o contrarie ad utilizzare le facoltà abbastanza ampie concesse, allo stesso fine, dal sistema attuale; e in una situazione in cui l'ente monetario competente non ha la possibilità pratica di prendere l'iniziativa in materia, uno dei congegni necessari è una specie di « termostato ». Questo « termostato » dovrebbe essere capace di mettere in moto azioni correttive in tutti i casi in cui una o più variazioni di parità appaiono, *prima facie*,

opportune, sia in aumento sia in diminuzione. Esso dovrebbe essere accompagnato da un potere d'iniziativa della comunità internazionale, che permettesse, per il tramite dell'ente designato, di iniziare un processo di consultazione sulla parità e sulle questioni connesse, qualora ciò apparisse opportuno. Per ridurre l'arbitrarietà di questa iniziativa, si palesa la necessità di indicatori « obiettivi » (che però non dovrebbero essere troppo meccanici). Questi indicatori dovrebbero avere certe caratteristiche importanti: fra l'altro, prontezza di calcolo, relativa semplicità, simmetria o comparabilità internazionale, applicabilità a tutti i paesi del sistema, connessione in modo funzionale con gli enti nazionali che operano nel mercato dei cambi.

Sebbene nessuno degli indicatori qui discussi sia in grado di dare una segnalazione sicura, quelli basati sulla posizione valutaria netta delle autorità monetarie soddisfano meglio di altri le condizioni sopraindicate. I loro difetti possono in parte essere corretti con l'uso di indicatori sussidiari, compresi quelli basati sulle variazioni di prezzi. Peraltro, qualora si decidesse di adottarli li si dovrebbe sottoporre in via preliminare a verifiche empiriche basate sull'esperienza del passato. La natura delicata della materia in discussione, e le ben note possibilità di movimenti speculativi disequilibranti, rendono necessario che si stabilisca, con assoluta chiarezza, che l'azione messa in moto dal « termostato » è un processo di consultazione e non necessariamente l'avvio di una decisione di cambiamento di una o più parità.

UGO SACCHETTI

P. S. - Quest'articolo (scritto in luglio 1972) tratta di un problema di cui autorità nazionali ed economisti accademici si stanno occupando guardando alla presente realtà storica vivente, in particolare al fatto che, per dirla in breve, le parità sono state modificate troppo tardi e in misura inadeguata. Il timore del 1944 di svalutazioni concorrenziali, e la necessità di proteggersi dalle medesime, continuano ad essere giudicati come un'aberrazione dei « padri fondatori » del sistema di Bretton Woods; sebbene si debba dare atto che anch'essi avevano *il loro* sfondo storico di cui preoccuparsi. Lo scrivente non è affatto convinto che non ci siano già all'orizzonte segni che suggeriscono che è venuto a crearsi un « maladjustment » nel sistema *economico*

internazionale che, accompagnandosi a certi problemi nazionali, tuttora insoluti, di natura sociale e politica, può dare l'inizio ad una nuova era di cambiamenti di parità « troppo rapidi ed eccessivi », o di cambi fluttuanti amministrati che hanno gli stessi effetti. Sebbene, di fronte ad una possibile svolta di tale importanza nelle relazioni internazionali, la menzione di aspetti puramente tecnici possa apparire quasi irrilevante, si può sottolineare che gli indicatori suggeriti nel testo possono essere utilizzati anche per scoprire sintomi di svalutazioni concorrenziali.

U. S.