

## La scelta di un sistema di cambi flessibili

In un dibattito di quest'anno un oratore ha affermato, correttamente, che da qualche tempo i funzionari incaricati degli affari monetari internazionali stanno viaggiando verso « parità striscianti » (*crawling peg*). La trasposizione di due termini renderebbe ancor più corretta questa affermazione: i funzionari son venuti strisciando verso parità viaggianti. Il lento moto della mentalità dei funzionari ha, in realtà, forzato parecchie parità a compiere qualche viaggio drastico e sotto certi rispetti eccessivo.

La lentezza dei funzionari ad accettare nuove idee in questo campo è probabilmente un ritardo « culturale » comprensibile e non sempre indesiderabile. I funzionari non devono accogliere con troppa rapidità tutti i risultati delle innovazioni accademiche. Noi accademici non abbiamo responsabilità politiche, e talvolta possiamo peccare di irresponsabilità. Ciò giova al progresso; ma gli ambienti governativi fan ben ad essere cauti, e quindi lenti, nel seguire le indicazioni dei teorici. Alla fine, comunque, la maggior parte degli ambienti ufficiali è giunta alla conclusione che una maggior flessibilità è necessaria per il sistema dei cambi. Come esempio significativo, valga la dichiarazione resa da P.P. Schweitzer, direttore generale del FMI, davanti all'ECOSOC delle Nazioni Unite il 17 novembre 1972:

« E' evidente che per l'avvenire abbiamo bisogno di introdurre un meccanismo dei cambi più flessibile e di assicurare che di tale meccanismo possano valersi tutti i paesi, compresi i centri di riserva ».

### Significati di flessibilità

Non si deve però sopravvalutare il progresso implicito in dichiarazioni di questo tipo. Il significato di flessibile non è fisso, e il significato di fisso è molto flessibile. Sarebbe possibile che i devoti del vec-

chio sistema (disposti a mutarlo soltanto in taluni insignificanti particolari) rendano omaggio formale a una « maggiore flessibilità » e finiscano pur sempre col mantenere un sistema eccessivamente rigido. D'altra parte, « fisso » non dice per quanto tempo la cosa fissa resta immutata; così, il prezzo dell'oro nel mercato di Londra è fissato due volte al giorno, e nessuno presume che il prezzo che sarà fissato domani sarà vicino a quello di oggi. Un prezzo fisso o un tasso fisso può cioè essere molto flessibile a seconda della frequenza e della varietà di livelli a cui può essere rifissato. C'è inoltre, per ciò che riguarda i cambi esteri, la differenza fra il tasso e il valore di parità. (Ci possono essere *tassi flessibili* entro un'ampia banda attorno a una *parità fissata* rigidamente; o *tassi non molto flessibili* entro una stretta fascia intorno a una *parità piuttosto flessibile*; oppure ancora *tassi flessibili* entro un'ampia banda intorno a una *parità flessibile* — senza contare i sistemi sprovvisti di valori di parità e perfino di tassi centrali.) Sarebbe possibile creare un sistema con « valori fissi di parità » che abbia tutta la flessibilità necessaria nel mondo odierno.

In sostanza, nessuno può sapere precisamente ciò che si intende per una riforma fornita di una « maggiore flessibilità ». Più avanti presenterò un prospetto di talune delle soluzioni che possono fornire vari gradi di flessibilità. Non eviterò il termine « fisso », ma, conscio del fatto che i tassi di cambio o le parità possono essere fissi per sempre, per molti o pochi anni, per qualche mese, per alcune settimane o soltanto per pochi giorni, dovrò essere particolarmente preciso sulla « dimensione temporale ».

A seconda dell'uso dei valori di parità, si possono prospettare tre principali tipi di flessibilità: (A) parità rigidamente fisse, con ampie fasce di consentite variazioni dei tassi di cambio attorno alle parità; (B) parità fisse aggiustabili (con una frequenza di aggiustamenti che può andare da « quando necessario » a « ogni pochi mesi », e con un'ampiezza di aggiustamenti che può variare da « qualsiasi misura occorrente » a « una frazione di 1% »); (C) nessuna parità fissa, con fluttuazione della moneta manovrata o non manovrata. Il prospetto presenterà parecchie varianti. Prima però di esaminarle, è opportuno chiederci perché un sistema di cambi flessibili è oggi considerato desiderabile o inevitabile, e come è stato possibile che il mondo sia vissuto per molti anni, con risultati favorevoli, con un sistema di parità rigide e di tassi di cambio rimasti a lungo quasi immutati.

### La funzione dei prezzi nei processi di aggiustamento economico

Si potrebbe essere tentati di affrontare queste questioni in modo dogmatico, affermando che i prezzi hanno una funzione di aggiustamento, e che ogni prezzo che non riflette i mutamenti delle condizioni del mercato, ma resta immutato in presenza di variazioni dell'offerta e della domanda, è un elemento di « disfunzione ». I tassi di cambio sono i prezzi delle monete estere in termini della moneta nazionale (o i prezzi della moneta nazionale in termini di monete estere), e per adempiere la loro funzione devono essere flessibili.

Un argomento siffatto non è convincente, almeno non per tutti. Certuni non accettano nemmeno la prima proposizione per i prezzi delle merci, e vorrebbero che i rispettivi governi fissassero rigidi prezzi massimi per i prodotti che acquistano e prezzi minimi per i prodotti che vendono. Gli inquilini di grandi città hanno ottenuto controlli degli affitti e non si preoccupano delle conseguenze per il mercato edilizio e dell'insoddisfatto eccesso di domanda di case. I produttori di cereali si sono assicurati prezzi di sostegno, che non possono cadere al di sotto di certi limiti, e di nuovo la gente non sembra curarsi dei conseguenti squilibri del mercato e di cronici eccessi di produzione. Il fatto però che molti propugnino controlli burocratici e prezzi fissati d'imperio non smentisce la nozione generale che la non flessibilità dei prezzi può portare a squilibri nei rispettivi mercati sotto forma di offerta o di domanda eccedenti.

Questa nozione è valida anche per i mercati in cui si scambiano monete. Se i tassi di cambio non sono aggiustati in modo flessibile, per talune monete vi sarà un'offerta e per altre una domanda eccedente. L'offerta eccedente di una moneta nei mercati valutari prende di solito il nome di disavanzo della « bilancia dei pagamenti globale » del paese che la emette. Inversamente, la domanda eccedente di una moneta prende il nome di surplus della bilancia dei pagamenti. Un tempo, peraltro, anche in assenza di tassi di cambio flessibili, funzionava, per il ripristino dell'equilibrio, un meccanismo alternativo di aggiustamento, meccanismo che gli economisti conoscevano già 250 anni fa. Il fatto che questo meccanismo alternativo sia esistito in passato e possa, in astratto, tornare ad esistere in futuro rende comprensibile che taluni non siano convinti della necessità di tassi di cambio flessibili.

### Aggiustamento della domanda totale

Il meccanismo alternativo di aggiustamento era tradizionalmente descritto in termini di variazioni della quantità di moneta e di conseguenti variazioni dei livelli relativi dei prezzi; oggi è più di moda descriverlo in termini di variazioni dei livelli della spesa globale, dei redditi relativi e della domanda effettiva. (Per un « monetarista » le due impostazioni non sono molto diverse.) La descrizione più semplice impiegava il modello del sistema a monete auree (*gold-coin standard*). Un paese con un surplus di pagamenti avrebbe avuto un afflusso di monete auree dall'estero, un paese in deficit un deflusso. L'aumento della quantità di moneta nel paese in surplus avrebbe spinto i prezzi al rialzo, provocando aumenti delle importazioni e rendendo contemporaneamente più difficili le esportazioni. La riduzione della quantità di moneta nel paese in deficit avrebbe fatto ribassare i prezzi e quindi reso più facili le esportazioni e più costose le importazioni. Per effetto di questi movimenti inflatori e deflatori della moneta e dei prezzi, gli avanzi e i disavanzi sarebbero scomparsi.

A questo modello di meccanismo d'aggiustamento fu dato il nome di « *specie-flow mechanism* » (« *specie* » era il vecchio termine per le monete auree). Il processo sarebbe quasi identico se, invece di monete auree, dal paese in deficit affluisse al paese in surplus oro in lingotti (*gold bullion*) o qualsiasi altra attività di riserva. La quantità di moneta sarebbe ridotta nel paese in disavanzo, poiché i compratori di beni (o titoli) esteri per pagare i loro acquisti scambierebbero moneta nazionale contro valuta estera, e le autorità monetarie, per soddisfare la domanda di valuta estera, perderebbero una parte delle loro riserve (oro, riserve valutarie o altre attività di riserva). Nel paese in avanzo la quantità di moneta crescerebbe, poiché gli esportatori di beni o titoli riceverebbero valuta dall'estero e le autorità monetarie emetterebbero moneta nazionale per acquistarla. Gli effetti sui prezzi dei due paesi e sulle loro esportazioni e importazioni sarebbero gli stessi rilevati in un sistema a moneta aurea, non importa quale fosse l'attività usata come riserva internazionale — pezzi di carta, depositi o marmi —, fino a quando la quantità della moneta nazionale fosse governata principalmente dal flusso delle riserve.

La descrizione del meccanismo di aggiustamento può essere facilmente riformulata per diventare accettabile da coloro che non amano parlare di quantità di moneta e di livelli dei prezzi. Basta sostituire l'espressione « tasso della spesa globale » a quantità di moneta e « do-

manda effettiva » oppure « reddito e occupazione » a prezzi relativi. Qualche qualificazione potrebbe essere necessaria, quando vi fosse, per esempio, sotto-occupazione o capacità eccedente; ma in complesso la traduzione del linguaggio monetarista nel linguaggio dei seguaci dell'approccio del reddito può essere lasciata al lettore. L'accento non sarà più posto sui prezzi relativi, ma piuttosto sui redditi relativi, e il processo sarà designato come « aggiustamento della domanda globale ».

Quando vengono impiegate politiche fiscali o monetarie per influenzare i tassi dell'occupazione e dello sviluppo, si usa parlare di « gestione o governo della domanda ». Nella misura in cui obiettivi economici nazionali sono considerati prioritari rispetto all'obiettivo dell'equilibrio dei pagamenti internazionali, la « gestione della domanda » può impedire piuttosto che promuovere il processo di aggiustamento. Questa sospensione del meccanismo di aggiustamento ad opera di politiche del credito e del bilancio non è associata, come sembrano ritenere taluni critici, con una preferenza per l'approccio del reddito rispetto all'approccio monetarista, né con la sostituzione di riserve fiduciarie (carta e depositi) a riserve puramente auree. Anche con riserve esclusivamente auree è possibile creare credito e moneta addizionali mentre l'oro defluisce all'estero, o distruggere credito e moneta all'interno mentre affluisce oro alle riserve. E' questa una politica di « neutralizzazione » degli effetti dei flussi delle riserve internazionali sullo stock monetario nazionale. Tale politica è diventata la regola piuttosto che l'eccezione nella maggior parte dei paesi industriali e finanziariamente sviluppati.

Si può deplorare questo sviluppo, ma non si può ragionevolmente insistere sul ritorno al « periodo aureo » in cui funzionava il meccanismo di aggiustamento basato sull'espansione e contrazione dello stock monetario e della domanda globale. Le ragioni che hanno reso praticamente impossibile il ritorno al « periodo aureo » sono note; non sarà però inopportuno rammentarle per ben comprendere la prescrizione, oggi sostenuta dagli economisti, di tassi di cambio flessibili.

### Il mondo che non è più

In un sistema di tassi di cambio rigidi l'equilibrio internazionale può essere ripristinato soltanto con aggiustamenti della domanda globale. I paesi in surplus devono accettare un'espansione della do-

manda effettiva anche quando implichi rialzi dei prezzi, e i paesi in deficit devono accettare una riduzione (o almeno un'insufficienza) della domanda effettiva anche quando ciò implichi un'eccessiva disoccupazione. Ci fu un tempo in cui le cose andavano diversamente, almeno nel paese in cui si dovevano ridurre il credito e la spesa. La situazione era diversa sotto almeno tre aspetti.

Anzitutto i prezzi dei beni e dei salari erano flessibili, non solo al rialzo, ma anche al ribasso. Quando i prezzi ribassavano, un dato volume di domanda (un dato tasso di spesa globale) poteva acquistare una maggior quantità di beni, e un livello ridotto di domanda (un tasso ridotto di spesa) poteva comprare quasi la stessa quantità di beni prima comprata a prezzi più alti. Ma una flessibilità al ribasso dei prezzi di proporzioni notevoli richiede una flessibilità all'ingiù dei saggi salariali. Si creda o no, ci fu un tempo in cui i saggi salariali potevano declinare (e di solito, quando i salari monetari diminuivano, i salari reali aumentavano, poiché i prezzi dei beni di consumo diminuivano più dei salari monetari). Di conseguenza, una contrazione della domanda monetaria portava a più bassi prezzi, a minori importazioni e a maggiori esportazioni.

Non sappiamo se la flessibilità all'ingiù dei saggi salariali fosse sufficiente a impedire una forte disoccupazione. E' più probabile che una caduta della domanda di prodotti industriali portasse a qualche riduzione dell'occupazione industriale. Ma nel secolo scorso, e all'inizio del nostro, l'industria manifatturiera — e questo è il secondo aspetto — aveva un peso relativamente modesto nell'economia. Gli operai dell'industria che venivano licenziati «tornavano a casa», a lavorare nell'agricoltura; la storia economica non registra molti periodi di disoccupazione di massa. Una caduta della domanda globale, mentre in una società industriale significa disoccupazione di massa, in una società preminentemente agricola porta a un riflusso di lavoratori dalle città alle campagne; le sofferenze sono cioè molto meno gravi.

In realtà, e questo è il terzo aspetto, non si sa quanta disoccupazione si accompagnasse con movimenti deflatori dei prezzi e della domanda in tempi passati, quando non esisteva l'assicurazione contro la disoccupazione e mancavano statistiche sulla disoccupazione. Soltanto nella grande crisi del '30 si cominciò a contare i disoccupati. E oggi abbiamo cifre mensili sul numero delle persone in cerca di lavoro e sul tasso di disoccupazione come percentuale delle forze di

lavoro. Un tasso superiore al 4,50% è considerato insoddisfacente, e intollerabile se va oltre il 6% per un certo periodo. In tali casi si insiste perché il governo intervenga per ridurre la disoccupazione con misure che regolarmente comprendono politiche fiscali e monetarie di espansione senza riguardo alla situazione della bilancia dei pagamenti. Combattere un disavanzo della bilancia dei pagamenti con aggiustamenti della domanda in un periodo di seria disoccupazione è politicamente impossibile. Nessun governo prende oggi in considerazione la possibilità di una politica del genere; e chi consigliasse di curare un disavanzo nei pagamenti internazionali con deflazioni della domanda quando la disoccupazione è un grave problema mostrerebbe di non comprendere certi inalterabili dati politici della vita moderna.

### Squilibri temporanei

E' chiaro quindi perché non esiste più il meccanismo «ortodosso» di aggiustamento. Peraltro, dovremmo ancora chiederci se la deflazione della domanda necessaria per correggere uno squilibrio dei pagamenti è realmente un male così grave come si è soliti ritenere. Non potrebbe darsi che la disoccupazione addizionale imposta da un aggiustamento della domanda sufficiente a rimuovere un disavanzo dei pagamenti sia abbastanza modesta da essere accettabile? Non potrebbero, in certe situazioni, i disavanzi essere finanziati da afflussi di capitali a breve termine dall'estero, attratti da più alti saggi d'interesse, senza influire granché sugli investimenti interni e sulla domanda di lavoro? I modi in cui le autorità monetarie risponderanno a queste domande e le decisioni che prenderanno dipendono in larga misura dalle loro opinioni a proposito delle cause dello squilibrio e della sua probabile persistenza.

Un disavanzo può essere temporaneo, o perché si dissolvono i fattori che lo hanno provocato o perché emergono forze controbilancianti. Ecco talune circostanze che possono favorire una rapida inversione. (1) Una eccessiva facilità monetaria è fra le cause più frequenti di un disavanzo; se però la maggior parte degli altri paesi si abbandona, con piccoli ritardi, ad analoghe o ancor più rapide politiche di espansione del credito e della spesa, il disavanzo può essere sostituito da un

surplus. (2) Il progresso tecnico può dare a un dato paese un vantaggio concorrenziale come esportatore e imporre disavanzi ai paesi importatori; ma l'avanzo del primo e i disavanzi degli altri paesi possono essere di breve durata se le esportazioni addizionali provocano nel paese in avanzo una forte espansione del credito, del reddito e della spesa, oppure se i paesi importatori colmano il divario tecnologico e sviluppano rapidamente beni sostitutivi di prodotti importati o ampliano la gamma delle esportazioni. (3) Un disavanzo temporaneo dei pagamenti può essere provocato da un'ondata di investimenti (e prestiti) in paesi esteri; se questo deflusso di capitali è strettamente temporaneo, il disavanzo può rapidamente scomparire.

Di fronte a questi casi e ad altri analoghi si può sostenere che non siano necessarie misure di aggiustamento sotto forma di « gestione della domanda ». Ma se venissero prese per scrupolo di prudenza di vecchio stampo, probabilmente non provocherebbero danni seri o durevoli. Fra l'altro, le politiche del saggio d'interesse prescritte dalle vecchie regole del regime aureo attirerebbero fondi a breve termine dai paesi in surplus ai paesi in disavanzo, fondi che finirebbero il disavanzo e arresterebbero la perdita di riserve prima che i più alti saggi d'interesse comincino a mordere, cioè a incidere sugli investimenti, sul reddito e sull'occupazione. I fautori della « moneta sana » sarebbero perciò propensi a suggerire il ricorso a misure monetarie. Per contro, i propugnatori della « piena occupazione » vorrebbero evitare ogni intervento suscettibile di aumentare la disoccupazione anche di poco e per un breve periodo, e sono sostenuti dai fautori di saggi d'interesse rigidamente bassi. Nel gioco delle vicende politiche, gli anti-deflazionisti e i fautori di bassi tassi d'interesse hanno molte probabilità di prevalere, anche perché di solito riescono a far accettare l'opinione che il deficit sia soltanto temporaneo e destinato a scomparire rapidamente.

In questo clima, il meccanismo « ortodosso » di aggiustamento ha poca probabilità di essere ammesso a funzionare. Sono ormai passati i tempi in cui la bilancia dei pagamenti o il livello delle riserve era la principale preoccupazione delle autorità monetarie; bassi tassi di interesse, prezzi relativamente stabili, alti livelli di occupazione e rapidi tassi di sviluppo economico sono diventati obiettivi prioritari, incompatibili con politiche monetarie di « gestione della domanda » intese a mantenere o ripristinare l'equilibrio dei pagamenti internazionali.

### Ricorso a controlli selettivi

Con aggiustamenti della domanda globale praticamente esclusi e con modificazioni del tasso di cambio considerate misure d'ultima istanza, la maggior parte dei paesi — quando evidenti squilibri della bilancia dei pagamenti sollecitano interventi di riparo — è incline a ricorrere a controlli selettivi. Tali controlli mirano a limitare o scoraggiare certe transazioni internazionali, considerate capaci di provocare esborsi da parte dei paesi in disavanzo e incassi da parte dei paesi in surplus. La scelta delle misure di controllo è in funzione della forza degli interessi costituiti, di ideologie politiche e di giudizi di valore socio-economici. Sotto il primo aspetto, le importazioni di certi prodotti vengono compresse o scoraggiate per aiutare gruppi economici influenti che chiedono protezione contro la concorrenza estera. Sotto gli altri due aspetti, vengono limitati i movimenti di capitale, soprattutto a causa della diffusa convinzione che essi non giovino agli interessi nazionali.

L'inefficienza, l'inefficacia e gli alti costi sociali dei controlli burocratici imposti alle operazioni commerciali e ai movimenti di capitali sono noti. Nonostante il loro impiego « demenziale » oggi in atto su vasta scala, e nonostante l'epidemia di misure di « deliberalizzazione » dei traffici, dei pagamenti internazionali e dei movimenti di capitale, ritengo indubbio che a lungo andare i controlli discrezionali non potranno essere un'accettabile sostituto di processi reali di aggiustamento: aggiustamento della domanda effettiva, oppure aggiustamento dei tassi di cambio.

### Come il sistema ha funzionato dal 1949 al 1973

Anche se un paese con uno squilibrio dei pagamenti internazionali ricorre, ma in misura non sufficientemente forte, a talune misure di gestione della domanda effettiva e anche se allo stesso fine impone restrizioni e controlli di ogni genere, i tentativi di riequilibrio compiuti con tassi di cambio immutati sono di solito destinati, a lungo andare, a fallire. Parecchi esempi del periodo 1945-1973 confermano questa affermazione.

La Francia, pur seguitando sempre a solennemente dichiarare la sua determinazione di mantenere il cambio del franco al livello

« fissato », fu costretta a cambiarlo, durante il periodo suddetto sette volte: cinque ribassi, del 44% (1) nel 1948, del 38,7% nel 1949, del 16,5% nel 1957, del 14,6% nel 1958, dell'11,1% nel 1969; e due rialzi di 8,6% nel 1971 e di 10,9% nel 1973.

La Germania, dopo aver ripetutamente affermato la sua risoluzione di resistere a tutte le pressioni del mercato e alle raccomandazioni degli esperti economici, si convinse infine della vanità della sua resistenza, e (dopo una svalutazione del 20,6% nel 1948) rivalutò il marco quattro volte: del 5% nel '61, del 7,8% nel '69, del 13,6% nel '71, del 10,3% e poi del 5,5% nel '73.

Il Regno Unito svalutò la sterlina del 30,2% nel '49 e del 14,3% nel '67; la rivalutò dell'8,6% nel '71, per poi lasciarla fluttuare con un ribasso del 5,5% nel '72.

Il Giappone svalutò lo yen nel 1949; ma poi escluse solennemente la possibilità di variazioni del cambio in avvenire; peraltro, nel 1971, sotto la pressione delle forze di mercato e dell'insistenza degli altri paesi, rivalutò lo yen del 16,9% e nel '73 lo lasciò fluttuare al rialzo per un altro 16,6%.

Gli Stati Uniti avevano stabilito le parità del dollaro con le altre monete in forma indiretta, fissando un valore dell'oro di proprietà pubblica, e avevano dichiarato per bocca di quattro successivi presidenti che il prezzo dell'oro non sarebbe stato modificato. Eppure, dopo aver alla fine sospeso qualsiasi forma di convertibilità del dollaro in oro, hanno aumentato il valore contabile del loro oro dell'8,6% nel '71 e di un altro 11,1% nel '73. Poiché la maggior parte degli altri paesi sviluppati hanno cominciato nel '73 a lasciar fluttuare le loro monete rispetto al dollaro, il tasso di cambio del dollaro è ora flessibile nei riguardi delle suddette monete.

Questi esempi riguardano paesi importanti dal punto di vista finanziario. Per tutti i paesi membri del FMI un conto delle variazioni dei tassi di cambio nei primi 25 anni del sistema di Bretton Woods supera il numero di 250. Ciononostante si è in genere d'accordo nel ritenere che in tale periodo i tassi di cambio non siano stati abbastanza flessibili e che molti degli aggiustamenti siano avvenuti con eccessivi ritardi. In molti casi l'aggiustamento fu deciso soltanto quando l'esistenza di uno squilibrio fondamentale si era fatta così

(1) Tutte le variazioni percentuali del tasso di cambio sono espresse in termini di dollari statunitensi; soltanto le variazioni del dollaro statunitense sono espresse in termini del prezzo ufficiale dell'oro o dei diritti speciali di prelievo del Fondo Monetario Internazionale.

ovvia da provocare massicci movimenti di fondi liquidi che rendevano impossibile il mantenimento delle parità in vigore.

E' ormai chiara la necessità di una maggiore flessibilità dei cambi. Ma quale tipo di flessibilità è il più atto a salvaguardare il sistema da scosse non necessarie e da condizioni capaci di indurre i governi ad adottare misure di restrizione dei flussi internazionali di beni, servizi e capitali? Vediamo le scelte disponibili.

### Tipi di flessibilità dei cambi

#### A. Parità rigidamente fissate

con più ampie fasce di variazioni dei tassi di cambio intorno alle parità (almeno  $2\frac{1}{2}$  per cento in su e in giù, ossia 5 per cento complessivamente), e con interventi ufficiali (a) entro la fascia oltre che ai limiti estremi, oppure (b) soltanto ai limiti.

#### B. Parità fisse aggiustabili

a) senza « eccessivo ritardo » quando è riconosciuta l'esistenza di uno « squilibrio fondamentale » (per percentuali sufficientemente ampie);

b) « prontamente » quando si accerta uno « squilibrio incipiente » (per il 5 per cento o più, se una variazione maggiore è considerata prudente); oppure

c) parecchie volte all'anno (« *gliding parities* » o « *crawling peg* » di 1 per cento o meno, per non più del 3 per cento in 12 mesi).

In tutti e tre i tipi suddetti la decisione può essere presa (1) usando una formula prefissata o una accettata regola empirica, (2) per consenso internazionale, oppure (3) con un atto discrezionale nazionale.

#### C. Nessuna parità fissa

con tassi di cambio determinati dal mercato

a) con un sistema di fluttuazione manovrata (*managed floating*), ossia con interventi (vendite e acquisti ufficiali) e (1) controlli amministrativi (« fluttuazione sporca ») per dividere il mercato o

limitare taluni tipi di operazioni, o (2) senza controlli amministrativi; oppure

b) con fluttuazione libera, ossia senza interventi e senza controlli.

### Flessibilità entro una banda fissa

Consideriamo per primo il sistema A, che concede una flessibilità dei cambi soltanto entro una data fascia intorno a una parità rigidamente fissata. Questo sistema è considerato flessibile perché la fascia è almeno due volte e mezzo quella permessa dagli accordi di Bretton Woods.

Tempo fa gli economisti ritenevano che questo tipo di flessibilità fosse il massimo che si potesse ritenere accettabile negli ambienti ufficiali. Anche questa accettazione fu difficile da ottenere, sebbene l'ampliamento della fascia desse alle banche centrali una possibilità da esse sempre ricercata: la possibilità di perseguire efficacemente una politica monetaria.

Le banche centrali hanno sempre desiderato di poter influenzare il volume del credito e il tasso di sconto. Con tassi di cambio che devono essere mantenuti a distanze non superiori dell'1 per cento di una parità fissa, una banca centrale che cerca, per scopi interni, di mantenere un tasso di interesse un po' più alto o un po' più basso dei tassi vigenti all'estero finisce per essere presto frustrata. Un tasso di interesse più alto attrarrà fondi dall'estero che provocheranno quell'aumento di liquidità interna che la banca centrale si sforza di evitare. Un tasso di interesse più basso provocherà deflussi di fondi, che impediranno di realizzare una politica di maggior facilità monetaria nel mercato interno. La libertà di rendere più facili o più tese le condizioni del mercato del credito può essere però ripristinata se si consente ai tassi di cambio di oscillare entro una banda più ampia. I fondi liquidi non saranno indotti a muoversi da una differenza del tasso di interesse del 2-3 per cento se i cambi possono variare di percentuali anche maggiori. Con rischi di cambio superiori alle differenze dei tassi d'interesse, queste differenze possono essere mantenute per parecchi mesi e magari raggiungere gli scopi voluti dalle autorità monetarie.

Il ripristino di una certa libertà di influire sul mercato creditizio interno non è, ovviamente, il principale vantaggio offerto da una

banda più ampia. Più importante è la riduzione delle fluttuazioni stagionali e cicliche delle riserve internazionali. Ci sono varie ragioni per preferire che avanzi o disavanzi temporanei nei pagamenti con l'estero si riflettano in piccole variazioni temporanee dei tassi di cambio, anziché in accumulazioni o riduzioni temporanee di riserve accompagnate da espansioni e contrazioni dell'offerta interna di moneta. (Con un mercato dei cambi a termine ben funzionante, gli esportatori e importatori possono coprire ogni loro impegno in valuta estera senza rischio e senza costo. Il costo delle operazioni a termine non deve necessariamente essere più elevato del costo delle operazioni a pronti. Se il costo è più alto, è soltanto a causa di difetti dell'organizzazione e gestione delle operazioni in divisa delle banche, difetti che possono e devono essere eliminati.)

Un terzo vantaggio di una banda più ampia è quello di promuovere come pratica abituale una speculazione privata stabilizzante sulle monete estere. La funzione di «interventi» stabilizzanti è così trasferita dalle autorità monetarie a operatori privati; il mutamento può essere deplorato dai burocrati, ma deve essere apprezzato dai fautori dell'economia di mercato. Gli operatori privati (esportatori, importatori, commercianti e cambisti) troverebbero redditizio comprare valute estere quando i loro prezzi si avvicinano al limite inferiore della banda e venderle quando i prezzi si avvicinano al limite superiore. Gli interventi ufficiali, ristretti a operazioni ai prezzi limite, diventerebbero quindi un'eccezione piuttosto che una regola, anche se, ovviamente, ognuno dovrebbe avere la sicurezza e la convinzione che tali interventi avverrebbero nella misura, quale che sia, richiesta da un'offerta o da una domanda eccedente nel mercato valutario. In un clima di speculazione stabilizzante giornaliera ad opera di contraenti privati, una speculazione distabilizzante avverrebbe soltanto se c'è una profonda sfiducia nella costante prontezza delle autorità a promuovere il meccanismo di aggiustamento con vigile alacrità.

Un quarto vantaggio di una più ampia banda sta nel fatto (da discutere in realtà a proposito delle parità aggiustabili) che può consentire piccoli aggiustamenti di parità senza incidere sui tassi effettivi dei cambi esteri in atto nel mercato. Se una variazione della parità non supera l'1 per cento, sia la nuova parità (ossia il nuovo centro della banda) sia il tasso di cambio effettivo si troverebbero ancora entro la banda intorno alla precedente parità. Per esempio, con una banda di  $4\frac{1}{2}$  per cento — ossia  $2\frac{1}{4}$  per cento in su e in giù — una variazione della parità dell'1 per cento sarebbe ancora distante  $1\frac{1}{4}$  per cento

dal limite estremo della vecchia banda; il tasso di cambio effettivo del mercato, se era più vicino al limite esterno che al centro della banda, potrebbe non essere toccato dalla variazione della parità: sarebbe semplicemente più vicino al nuovo centro e più distante dal nuovo limite. (Questo aspetto è stato spesso trascurato nelle discussioni degli « effetti d'urto » degli aggiustamenti di parità.) Sarebbe opportuno che l'ampiezza della banda fosse un multiplo della più ampia variazione della parità da accogliere senza un immediato impatto sul tasso di cambio effettivo.

Ciò porta a considerare le parità fisse aggiustabili e le varie forme che esse possono assumere.

### **Flessibilità mediante aggiustamenti della parità « quando necessari »**

Una flessibilità entro una più ampia fascia intorno a parità rigidamente fisse può fronteggiare fluttuazioni stagionali e cicliche dell'offerta e della domanda nel mercato dei cambi e anche la fase iniziale di un mutamento a lungo andare in una data direzione. Ma una banda non più ampia del 4½-5-6 per cento della parità non basta a fronteggiare mutamenti che continuano nella stessa direzione per due, tre o più anni. In tal caso il cambio può ben salire o cadere fino al limite superiore o inferiore della banda e rimanervi fintanto che continuano interventi stabilizzatori delle autorità monetarie. Un cambio fermo al limite estremo di una banda rigidamente fissata non è molto diverso da un tasso rigidamente fisso: non ha flessibilità nell'unica direzione verso la quale le forze di mercato lo vanno spingendo; e la capacità o volontà delle autorità monetarie di impedirgli di erompere dalla banda si faranno sempre più dubbie quando, dopo un prolungato periodo di difesa del tasso, le riserve valutarie saranno prossime, nel caso di paesi in disavanzo, all'esaurimento, o avranno raggiunto, nel caso di paesi in surplus, livelli eccessivi.

Le forze che rendono le parità esistenti « disallineate » e che provocano persistenti aumenti o riduzioni delle riserve dei paesi in causa potrebbero naturalmente essere bloccate da politiche monetarie « controbilancianti ». Ma, come si è notato, il perseguimento di politiche siffatte è politicamente impossibile, poiché i loro effetti deflazionistici sull'occupazione o inflazionistici sul livello dei prezzi sono considerati intollerabili. In realtà, i divari fra i vari stati negli atteg-

giamenti riguardanti la « gestione della domanda » possono essere i più importanti tra i fattori di squilibrio dei flussi dei pagamenti internazionali. Questa osservazione è spesso tradotta nell'asserzione che divari nei tassi annuali di aumento dei prezzi sono alla base della maggior parte degli squilibri dei pagamenti internazionali. E' questa però un'esagerazione. Tassi diversi di espansione monetaria non sempre si risolvono in differenti tassi di aumento dei prezzi, né i tassi di espansione monetaria per se soli producono e prolungano squilibri nei pagamenti con l'estero; ciò che importa a questo proposito sono i tassi dell'espansione monetaria relativamente a un complesso di altri sviluppi nei paesi interessati. Affermare che ci sarebbe sempre una politica monetaria « giusta » per ripristinare o mantenere l'equilibrio dei pagamenti con l'estero serve a poco, poiché tale politica potrebbe essere « sbagliata » per altri obiettivi; potrebbe, per esempio, dar luogo a una forte disoccupazione o a una grave inflazione dei prezzi.

In tal modo, quando si enumerano vari possibili fattori che possono rendere « disallineati » i valori di parità di singole monete, deve essere chiaro che si tratta di fattori causali soltanto nel senso che provocano squilibri, alle parità vigenti, se la politica monetaria non è specificamente diretta a conservare l'equilibrio esterno trascurando obiettivi interni. Fra i molti possibili fattori di squilibrio vi sono divari nei tassi di aumento del prodotto nazionale lordo reale, nella produttività del lavoro, nel reddito personale; differenze nelle elasticità della domanda (specialmente di beni d'importazione) rispetto ai prezzi e al reddito; mutamenti nella struttura dei vantaggi comparativi nella divisione internazionale del lavoro; disparità istituzionali, in particolare nell'organizzazione dei mercati del lavoro e nelle relazioni industriali; e infine variazioni nei flussi internazionali di capitale a lungo termine, dovute all'emergere di attraenti possibilità di investimento in certi paesi o di abbondanti fonti di mezzi finanziari in altri paesi. Ognuna di queste differenze o variazioni può essere una « causa » potenziale di « disallineamento » delle parità, ossia di squilibri cronici dei pagamenti qualora le parità non vengano « riallineate ». Una flessibilità dei cambi entro una banda più ampia può essere sufficiente a fronteggiare simili squilibri per un anno o due, ma non per più lunghi periodi.

Attendere ad aggiustare la parità fino a quando autorità monetarie e governi abbiano riconosciuto l'esistenza di uno « squilibrio fondamentale » è un suggerimento che non ha imparato nulla dall'esperienza. Chi lo dà può onestamente credere che il sistema avrebbe

una flessibilità maggiore che nel periodo 1950-1971 se i paesi membri fossero sollecitati a evitare « ritardi eccessivi »; ma i ritardi del passato furono « eccessivi » soltanto nel senso di poi; in realtà furono la conseguenza di una pretesa prudenza e cautela di governi che ritenevano che dovesse ancora venire il momento giusto per variazioni della parità. I governi che resistevano a decidere una rivalutazione o una svalutazione speravano che l'equilibrio potesse essere ripristinato a cambi invariati, che cioè lo squilibrio non fosse fondamentale; essi non ammettevano, forse nemmeno con se stessi, che stavano rinviando di troppo l'aggiustamento. D'altra parte, commercianti privati e amministratori di fondi si sono abituati a farsi un proprio giudizio sulla possibilità di ripristinare l'equilibrio senza aggiustamenti di parità; se mai hanno creduto ai giudizi degli ambienti governativi, certamente oggi non vi credono più. Talché il sistema di aggiustare la parità « quando necessario » diventa di fatto un sistema di aggiustamento per crisi di fiducia, poiché molto prima che i governi comincino ad aver dubbi sul presunto carattere temporaneo dello squilibrio, gli operatori privati si muovono a coprirsi contro i rischi di cambio e perciò costringono le autorità monetarie a rinunciare alla difesa, eroica ma senza speranza, della parità fissa.

#### **Flessibilità mediante aggiustamenti di parità « quando giustificati »**

Aggiustamenti di parità « quando necessari » sono inviti alla speculazione a intervenire prima del riconoscimento ufficiale di uno squilibrio fondamentale. Chiunque precede di una settimana le autorità può fare un buon colpo. Uno squilibrio che merita il nome di « fondamentale » difficilmente può essere eliminato da un aggiustamento della parità inferiore al 10 o al 12 per cento. Coprire il rischio o operare in cambi nell'aspettativa di un aggiustamento siffatto una settimana prima che esso abbia luogo equivale a un rendimento di 52 volte la variazione percentuale, ossia del 520 o del 624 per cento l'anno sull'importo investito nell'operazione. E' un'occasione irresistibile.

Se l'aggiustamento *quando necessario* è il sistema più esposto a crisi, un « pronto » aggiustamento *quando giustificato* (o ritenuto prudente) sarebbe una soluzione di gran lunga migliore. Essa ha un più alto grado di flessibilità poiché le parità devono essere aggiustate quando si riconosce l'esistenza di un « incipiente squilibrio ». Que-

sta regola implicherebbe che gli aggiustamenti delle parità siano fatti molto prima e in piccole percentuali. Se ciò significasse aggiustamenti del 3 o del 5 per cento, i profitti di coloro che riuscissero a prevenire le decisioni delle autorità monetarie di una settimana sarebbero equivalenti a tassi annui di rendimento del 156 o 260 per cento — molto inferiori cioè a quelli possibili in un sistema che richiedesse il riconoscimento di uno squilibrio fondamentale, ma ancora abbastanza ingenti da incoraggiare a prevenire le decisioni ufficiali.

Molti esperti ritengono che non si dovrebbero chiedere aggiustamenti di parità minori del 3 o del 5 per cento. A loro avviso, non ci sono indicatori capaci di rilevare uno squilibrio incipiente di grandezza inferiore al 3 o al 5 per cento della parità esistente. Una deviazione minore del cambio di « equilibrio » dalla parità fissa non sarebbe visibile da nessun « occhio statistico »; con i dati disponibili una deviazione dell'1 o del 2 per cento sarebbe economicamente insignificante. Invero, di fronte a deviazioni così minime anche i più acuti osservatori non saprebbero dire in quale direzione sarebbe « giustificato » un aggiustamento.

L'incertezza da parte delle autorità monetarie sul fatto che in una data situazione un aggiustamento di parità sia o non sia giustificato non impedirebbe agli operatori privati di farsi delle idee piuttosto decise sulla tendenza più probabile delle forze di mercato. Costoro, se constatano che i cambi restano vicini al limite superiore o a quello inferiore della banda e che le autorità vengono accumulando o perdendo riserve per impedire ai tassi di cambio di uscire dai limiti della banda, comincerebbero a dubitare della volontà o capacità delle autorità a continuare ad arginare la presunta tendenza. Con cambi effettivi al limite della banda, un aggiustamento della parità implicherebbe una variazione dei cambi effettivi suddetti, e se le parità fossero modificate del 3 per cento o più, la possibilità di guadagno (o di evitare una perdita) renderebbe allettante (e doveroso per un tesoriere responsabile) il muoversi in anticipo sulle decisioni ufficiali.

Così, le imprese commerciali si affrettarebbero a coprire i rischi di cambio prima scoperti. I conseguenti flussi di fondi liquidi accrescerebbero vigore alle forze di mercato che avevano spinto i tassi di cambio al limite della banda. *Leads* e *lags* aggraverebbero ulteriormente lo squilibrio (esportatori e importatori allungerebbero o abbrevierebbero gli abituali intervalli fra consegne e paga-

menti); e i loro effetti, che non possono essere assoggettati a efficaci controlli, potrebbero raggiungere dimensioni più ampie delle ondate di fondi liquidi messe in moto da « puri speculatori ».

In definitiva, aggiustamenti di parità del 3 per cento sono ancora troppo ampi per essere « gestiti » senza movimenti destabilizzanti di fondi e quindi senza perturbatrici crisi di fiducia. Aspettative di aggiustamenti del 3 per cento possono provocare movimenti di capitali e d'altro genere di dimensioni capaci di soverchiare le autorità monetarie e indurle *de facto* a decidere aggiustamenti di parità molto maggiori di quelli modesti da esse ipotizzati. La conclusione più assennata è di modificare le parità soltanto in modo « strisciante » e di evitare scatti superiori all'1 per cento.

#### **Flessibilità mediante parità striscianti (« Gliding » o « Crawling Parities »)**

In un mondo in cui gli aggiustamenti dei valori di parità sono inevitabili, due tipi di limiti di velocità per gli aggiustamenti sono necessari per evitare movimenti destabilizzanti di capitale: un limite per l'entità di ogni singola variazione della parità, un altro limite per la variazione cumulativa in ogni periodo di 12 mesi. Ogni variazione dovrebbe essere più piccola del costo di un'operazione intesa a profittare della premonizione dell'aggiustamento. Così, nessuna singola variazione dovrebbe superare l'1 per cento; di solito dovrebbe essere molto più piccola. La variazione cumulativa nel periodo di 12 mesi non dovrebbe superare il più forte divario dei tassi d'interesse fra il paese che aggiusta il cambio e i paesi che emettono le monete i cui prezzi dovrebbero essere aumentati o ridotti da successivi aggiustamenti. Supponendo che la maggioranza delle banche centrali non voglia mantenere tassi d'interesse inferiori o superiori per più del 3 per cento a quelli prevalenti all'estero, si può indicare nel 3 per cento il massimo tasso annuo cumulativo di aggiustamento di parità. Ciò renderebbe non attraenti i movimenti di capitale miranti a profittare di variazioni dei cambi. I due limiti di velocità combinati potrebbero in pratica eliminare il pericolo di una « speculazione destabilizzante ».

Quest'ultima affermazione presuppone che gli operatori abbiano fiducia nelle assicurazioni dei rispettivi governi che i due limiti di velocità verranno rigorosamente rispettati. Se le assicurazioni non sono credibili, e sono di fatto messe in dubbio da rapide variazioni

(specie da riduzioni) delle riserve tenute dalle autorità monetarie, la propensione di commercianti e gestori di fondi a proteggersi contro improvvise svalutazioni o rivalutazioni non sarebbe molto minore di quella constatata in sistemi di parità in astratto rigide ma di fatto mobili « a balzi ». Sarebbe quindi importante che il Fondo Monetario Internazionale assicurasse un sostegno finanziario praticamente illimitato per il mantenimento dei tassi di cambio entro la fascia intorno alle parità striscianti a moto lento. Una siffatta garanzia non sarebbe possibile per parità rigide (destinate a diventare prima o poi « disallineate »). Con frequenti aggiustamenti, invece, fino al 3 per cento l'anno, e con seri obblighi da parte delle autorità monetarie di astenersi da politiche incompatibili con il rispetto dei limiti di velocità stabiliti per le variazioni di parità, la garanzia di sostegno del Fondo Monetario dovrebbe essere possibile, nonché efficace.

Un'obiezione piuttosto ovvia può essere mossa alla proposta di aggiustamenti striscianti. Se gli indicatori statistici avvertono che un aggiustamento di parità in su o in giù è giustificato, l'avvertimento di solito arriverà così tardi che un aggiustamento dell'1 per cento per volta e del 3 per cento in un anno può essere insufficiente; se invece gli indicatori statistici non segnalano un incipiente « disallineamento » del valore di parità, le autorità non potrebbero decidere se devono spostare la parità al rialzo o al ribasso. La risposta a questa obiezione è però altrettanto ovvia. Se dagli indicatori si inferisce uno « squilibrio » incipiente o avanzato, la variazione della parità in tre volte fino al 3 per cento in un anno può non bastare a realizzare il desiderato aggiustamento, ma certo sarà meglio di nulla; se invece non ci sono segnalazioni per un aggiustamento giustificato, non farebbe danno spostare la parità di una percentuale insignificante, poniamo di 1/10 o di 1/25 di 1 per cento in una direzione o nell'altra. Lo spostamento della parità in questo caso non avrebbe nessuno scopo economico, ma sarebbe consigliabile per ragioni psicologiche.

Spostare le parità, per così dire, per esercizio è raccomandabile per evitare il pericolo di una situazione di atrofia e paralisi se la parità resta immutata, per esempio, per un paio di anni. Se un paese mantiene fisse le parità o i punti di intervento per la propria moneta per un periodo siffatto, una successiva variazione non può non avere un significato politico e incontrare una certa resistenza. Un sistema non può essere e rimanere flessibile se ogni movimento diventa una questione di dibattito politico. Perciò io definisco come « frequenti » quelle variazioni che sono fatte così spesso da non far più « notizia »

e meritar posto soltanto sulle pagine finanziarie dei quotidiani. Un simile sistema richiederebbe probabilmente almeno due o tre variazioni di parità per anno. Se una variazione non è necessaria per ragioni economiche ma soltanto per evitare l'atrofia, ogni movimento sarà di entità minima e avrà natura di spostamento a caso, in su e in giù, in giù e in su, senza alcun disegno.

Soltanto quando si sospetti un incipiente squilibrio, per esempio quando i saggi salariali e i rialzi dei prezzi differiscono notevolmente da paese a paese, le piccole variazioni consecutive della parità (o dei tassi d'intervento) riveleranno un disegno. Le singole variazioni potranno allora giungere all'1 per cento e le variazioni consecutive potranno essere nella stessa direzione per dare inizio, peraltro lentamente, a un processo di aggiustamento dei flussi internazionali di beni e servizi.

#### **Flessibilità mediante fluttuazione manovrata (« Managed Floating »)**

La terza categoria di possibili soluzioni è caratterizzata dall'assenza di prestabiliti valori di parità. Le parità non sono né rigidamente fissate né frequentemente aggiustate; semplicemente non esistono, o almeno non ve n'è alcuna che sia osservata negli interventi ufficiali nei mercati valutari. Si supponga che le autorità monetarie intervengano senza impegnarsi a tassi di intervento a cui comprare o vendere valute estere, o che si astengano del tutto dall'intervenire e lascino determinare i tassi di cambio dall'offerta e domanda del mercato; si parla allora di monete fluttuanti. Lasciare la moneta fluttuare liberamente, senza alcun intervento ufficiale (vendite e acquisti ufficiali) e senza interferenze burocratiche (proibizioni, restrizioni e controlli), è il sistema « ideale » descritto da teorici della moneta e prescritto da idealisti monetari, ma proscritto dai pratici del governo della moneta. Poiché il mondo è retto da pratici, la fluttuazione sarà sempre fluttuazione *manovrata* (*managed*), cioè accompagnata da interventi ufficiali, con o senza interferenze burocratiche. Il Prof. Schiller, già ministro delle finanze della Germania Occidentale, ha coniato il termine « fluttuazione sporca » per designare un sistema in cui i tassi di cambio, sebbene non legati a parità fisse, sono « impasticciati » da interventi e interferenze. La « fluttuazione sporca » sta diventando il sistema valutario del nostro tempo.

Il tipo più sporco di fluttuazione ricorre a controlli amministrativi per discriminare fra le varie categorie di operazioni a seconda delle fonti e degli usi dei fondi, proibendone alcune e autorizzandone altre, assegnandone talune a un settore del mercato e altre a un altro settore con differenti tassi di cambio. La divisione del mercato dei cambi, di solito in un settore commerciale e in un settore finanziario, è il peggior insulto alla razionalità economica. Essa cerca di impedire che la moneta ricevuta dall'esportazione di beni sia usata per trasferire capitali all'estero, e che la moneta derivante da flussi di capitali sia usata per pagare beni di importazione; si elimina in tal modo una delle funzioni essenziali della moneta.

La divisione del mercato in un settore con tassi di cambio manovrati e in un settore libero potrebbe essere una soluzione piuttosto innocua, alla condizione che il secondo mercato sia realmente libero nel senso che ogni tipo di operazione, commerciale o finanziaria, vi possa essere compiuta senza vincoli. Una soluzione del genere, peraltro, non può durare, poiché le autorità monetarie si spoglieranno di riserve se le vendono a un prezzo inferiore al tasso del mercato libero o ne accumuleranno in quantità eccessiva se le acquistano a un prezzo superiore.

La fluttuazione manovrata può essere pulita quasi quanto una fluttuazione libera se non è preordinata a influenzare i tassi di cambio a lungo andare o a medio termine, ma soltanto ad appianare eccessive fluttuazioni giornaliere. Una gestione di questo tipo, per avvicinarsi a una fluttuazione pulita, non deve ricorrere a restrizioni o controlli sulle transazioni private, commerciali o finanziarie, e deve limitarsi a intervenire vendendo o comprando solo modesti importi di valuta estera per brevi periodi di tempo. Il suo canone operativo è mantenere le riserve entro limiti relativamente stretti, evitando sia ampie accumulazioni sia grosse perdite.

L'accumulazione di valuta estera indicherebbe il tentativo di evitare ribassi dei prezzi di valute estere; le perdite denoterebbero tentativi di impedire rialzi. Acquisti ufficiali potrebbero essere allora interpretati come una politica di « sottovalutazione concorrenziale » della moneta del paese che li pratica (per proteggere industrie di esportazione o industrie premute da importazioni dall'estero), mentre vendite ufficiali di valuta estera sarebbero una politica di conservazione di una sopravvalutazione (di solito per ragioni politiche). Per impedire che simili tassi di cambio « disallineati » si perpetuino, è

necessario rispettare limiti rigorosi sia per le fluttuazioni consentite delle riserve ufficiali sia per il periodo di tempo per il quale possono essere continuati gli interventi nel mercato dei cambi. Se negli anni avvenire la fluttuazione manovrata dovesse diventare una pratica diffusa, saranno indispensabili accordi internazionali per impedire sottovalutazioni concorrenziali e prolungate sopravvalutazioni; altrimenti si svilupperà una sempre più fitta ragnatela di restrizioni e controlli sul commercio internazionale.

In linea di principio, sarebbe possibile un sistema di fluttuazione manovrata che sia *de facto* equivalente a un sistema di parità striscianti. Questa affermazione può sembrare paradossale dato che le monete fluttuanti non hanno valori di parità. Ma valori centrali o tassi centrali di intervento possono assumere la funzione che le parità svolgono in un sistema a parità striscianti. Invece di modificare le parità ufficiali con limiti rigorosi quanto all'entità di ogni singola variazione e all'entità della variazione cumulativa in ogni periodo di dodici mesi, si potrebbe manovrare la fluttuazione in modo identico attenendosi agli stessi limiti per le modificazioni dei tassi d'intervento. Da un punto di vista strettamente economico non c'è necessariamente alcuna differenza tra i due sistemi. Ci possono però essere differenze nella credibilità dell'uno e dell'altro sistema, e nella possibilità di ottenere garanzie di sostegno finanziario da una istituzione internazionale del tipo del Fondo Monetario.

### Flessibilità con libera fluttuazione

Dedico qualche parola anche a una fluttuazione perfettamente pulita, perfettamente libera. In proposito mancano esperienze recenti; le indicazioni desumibili dalle esperienze compiute nel secolo scorso in Austria e altrove per numerosi anni non sono accettate da coloro che ritengono che le odierne dimensioni dei movimenti di capitali le rendano irrilevanti per il nostro tempo. Le ondate di fondi che oggi, al più leggero allarme, possono investire un paese in poche ore potrebbero sconvolgere la struttura dei tassi di cambio di un mercato libero. Si trascura di solito che queste ondate travolgenti sono sempre avvenute in risposta a notizie di probabili variazioni delle parità o dei tassi ufficiali di intervento. In ogni caso, l'argomento che con mercati perfettamente liberi e in assenza di qualsiasi intervento e interferenza ufficiale, i temuti movimenti destabilizzanti di fondi non

avverrebbero (o si invertirebbero non appena i tassi di cambio reagissero alle forze di mercato) non ha convinto gli oppositori del *laissez faire* nel mercato dei cambi.

Ci sarà mai un'opportunità di sperimentare il sistema di libera fluttuazione? Se ciò che non è stato sperimentato in pratica è detto impraticabile e ciò che si chiama impraticabile non sarà sperimentato, le possibilità di un esperimento sono molto poche. In queste condizioni può essere più saggio concentrarsi nello sforzo di far accettare tipi di flessibilità che possono funzionare e che incontrano minori resistenze: se non proprio parità striscianti, monete a fluttuazione manovrata fino ad avvicinarsi o a un sistema di parità striscianti o a un sistema di libera fluttuazione. Ciò non significa che gli economisti debbano sempre adattarsi a soluzioni sub-optime o di ripiego. Abbiamo avuto la prova che l'insegnamento degli economisti è talvolta efficace, specialmente se gravi crisi vengono in loro aiuto e danno peso a punti di vista ai quali gli ambienti ufficiali avevano chiuso le orecchie o le menti. Concludo pertanto che l'economista non deve essere sempre impressionato dalla « impossibilità » politica di far accettare le proposte che considera ottime. Egli dovrebbe continuare a suggerire, come soluzioni migliori, tassi di cambio liberamente flessibili o parità lentamente striscianti.

FRTZ MACHLUP