

## I trasferimenti internazionali di fondi privati e la stabilità del mercato dei cambi esteri(\*)

### Note introduttive.

La progressiva liberalizzazione dei movimenti in conto capitale e le larghe disponibilità liquide private, si traducono in accresciuti trasferimenti internazionali di fondi in cerca di una più elevata remunerazione, od in attesa di una favorevole variazione dei tassi di cambio. Il sistema economico internazionale è stato costretto ad adottare misure particolari per attenuare le oscillazioni delle bilance dei pagamenti causate da tali trasferimenti. L'urgenza della situazione non ha lasciato il margine di tempo richiesto per una valutazione, sul piano teorico, dei vantaggi e degli svantaggi connessi con ciascuna possibile soluzione. A lungo andare, tuttavia, tale valutazione s'impone, in special modo se si considera che il fenomeno tenderà a ripetersi, data la libertà concessa ai trasferimenti di fondi e l'alto grado di liquidità privata di alcuni paesi (1). Gli effetti di tali trasferimenti possono essere contrastati in tre modi:

---

(\*) L'autore ringrazia vivamente il Prof. Paolo Sylos Labini per i suggerimenti offerti in vari momenti dell'elaborazione del manoscritto ed il Dott. Antonio Fazio per l'aiuto fornito nella messa a punto delle parti matematiche.

(1) I movimenti di fondi privati, verificatisi di recente, rappresentano una caratteristica normale dell'attuale sistema economico internazionale. In ciò si differenziano da quelli che ebbero luogo tra le due guerre e, in particolare modo, negli anni successivi la grande depressione. Pur tenendo conto della complessità del fenomeno, i motivi sottostanti i trasferimenti di fondi durante gli anni trenta furono, in prevalenza, di natura extra-economica, e comunque tali da sopraffare i normali incentivi (più alto tasso d'interesse e/o speranza di guadagni in conto capitale derivanti da variazioni del tasso di cambio). In conseguenza, tali movimenti furono destabilizzanti e temuti (*hot money*). Recentemente, invece, i trasferimenti di fondi sono stati, dal punto di vista degli incentivi, del tutto normali. Essi sono fluiti verso quei paesi i quali praticano più alti tassi d'interesse, o la cui moneta, se fosse lasciata libera sui mercati, tenderebbe ad apprezzarsi. Tuttavia, anche questi trasferimenti sono fonte di inconvenienti, in quanto possono ostacolare politiche orientate verso obiettivi di stabilità interna.

- i) controllando i trasferimenti internazionali di fondi privati (2);
- ii) manovrando consapevolmente la liquidità internazionale in modo da neutralizzare gli effetti dei trasferimenti stessi (3);
- iii) adottando un sistema di tassi di cambio flessibili (4).

(2) L'opinione che il controllo sui movimenti di fondi privati sia necessario per un ordinato funzionamento del sistema dei pagamenti internazionali è frutto dell'esperienza del periodo tra le due guerre ed ha guadagnato, negli anni quaranta, un favore quasi plebiscitario. Cfr., ad es., *L'expérience monétaire internationale*, Société des Nations, Genève, 1944 (la prefazione indica che il lavoro è principalmente dovuto a R. NURSKE), in particolare modo, cap. VII, pp. 183-187 ed A. I. BLOOMFIELD, *Capital Imports and the American Balance of Payments*, The University of Chicago Press, 1950, pp. vii-viii, 186-188, 293-303 e *Speculative and Flight Movements of Capital in Postwar International Finance*, «Princeton Studies in International Finance», n. 3, Princeton U.P., 1954, *passim*. Il controllo viene auspicato, in genere, per quei movimenti di fondi dettati da timori di svalutazione, sommosse politiche, confisca, ecc. Altri autori sostengono che il controllo deve estendersi a tutti i movimenti di fondi privati, anche se determinati dai normali incentivi. Cfr., T. BALOGH, *Some Theoretical Aspects of Post-War Foreign Investment Policy*, «Oxford Economic Papers», n. 5, marzo 1945, pp. 93-110, ed A. HENDERSON, *The Restriction of Foreign Trade*, «The Manchester School of Economic and Social Studies», vol. XVII, n. 1, gennaio 1949, pp. 12-35. Gli argomenti a favore del controllo sono basati sul divario tra remunerazione monetaria privata e produttività sociale del capitale nei diversi paesi e, per conseguenza, su un'utilizzazione non ottimale del capitale stesso in rapporto alle necessità sociali. Il segno più tangibile del favore accordato al controllo sui movimenti di capitale negli anni quaranta, si ricava dall'accettazione di tale idea in entrambe le proposte (quella Keynes e quella White), da cui trasse origine l'accordo costitutivo del Fondo Monetario Internazionale. Cfr. W. M. SCAMMELL, *International Monetary Policy*, MacMillan, Londra, 1957, in special modo capp. V-VI-VII e la bibliografia ivi citata. La vivacità di tale posizione risulta dalle parole di Keynes stesso. [Cfr. *Proposal for an International Clearing Union*, Cmd. 6437, H.M.S.O., aprile 1943]. Si veda pure J. ROBINSON, *The United States in the World Economy*, «The Economic Journal», vol. LIV, n. 4, dicembre 1944, pp. 430-437.

(3) La manovra della liquidità internazionale è stata oggetto di una voluminosa letteratura. Ai lavori del Prof. TRIFFIN, di cui una bibliografia abbastanza completa trovasi in L. B. YEAGER, *The Triffin Plan: Diagnosis, Remedy and Alternatives*, «Kyklos», vol. XIV, fasc. 3, 1961, nota 1 e in B. CUTILLI, *Liquidità internazionale e proposte di riforma del Fondo Monetario Internazionale*, «Economia Internazionale», vol. XIV, n. 3, agosto 1961, p. 408, nota 1, vanno aggiunti quelli di E. M. BERNSTEIN, ad esempio, *International Effects of US Economic Policy*, in *Study of Employment, Growth and Price Levels*, «Study Paper», n. 16, Joint Economic Committee of Congress, Washington, 1960 e *I centri di riserva e il Fondo Monetario Internazionale*, «Moneta e Credito», n. 54, giugno 1961, pp. 180-195, di O. ALTMAN, *Prof. Triffin's Diagnosis of International Liquidity and Proposals for Expanding the Role of the IMF*, Hearings del Joint Economic Committee of Congress, Washington, 1961, pp. 175-207, di T. BALOGH, *International Reserves and Liquidity*, «The Economic Journal», vol. LXX, n. 2, giugno 1960, pp. 357-377, di X. ZOLOTTAS, *The Problem of International Monetary Liquidity*, Bank of Greece, Papers and Lectures, n. 6, 1961 ed altri, la cui omissioni non significa minore importanza.

(4) Tassi di cambio flessibili possono condurre ad una accentuazione delle oscillazioni della bilancia dei pagamenti, se la speculazione privata opera, con successo, in senso destabilizzante. Tuttavia, è discutibile che la speculazione sia, sul piano teorico, necessariamente

Le misure di cui ai punti i) e ii) si intendono, di solito, operanti in un quadro di tassi di cambio rigidi (5). Al momento attuale, è lecito ritenere che il controllo dei trasferimenti internazionali di fondi privati sia politicamente indesiderabile. Restano, quindi, le alternative ii) e iii). Rispetto ad entrambe si pone, preliminarmente, il problema di determinare quale parte di un trasferimento di fondi liquidi tende a compensarsi automaticamente e qual'è il tempo necessario affinché questo processo venga a compimento. Lo strumento idoneo alla sua soluzione è una teoria dei trasferimenti internazionali di fondi, la quale tenga conto della natura liquida di questi ultimi; del fatto, cioè, che essi non sono destinati né ad investimenti diretti, né a prestiti a lungo termine. Successivamente, per compensare la variazione residua (6) della bilancia dei pagamenti complessiva del paese dal quale muove il trasferimento, è necessario ricorrere ad una delle misure (7) atte a riportare in pareggio una bilancia dei pagamenti. Tra esse, la possibilità di variare i tassi di cambio sembra la più consona alla natura delle perturbazioni (8). Per conseguenza, in aggiunta ad una teoria dei

avversa all'equilibrio. Cfr., ad es., M. FRIEDMAN, *The Case for Flexible Exchange Rates*, in «Essays in Positive Economics», The University of Chicago Press, 1953, pp. 157-201, F. A. LUTZ, *The Case for Flexible Exchange Rates*, «Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review», vol. VIII, n. 31, dicembre 1954, pp. 175-185 ed anche in «Moneta e Credito», vol. VII, n. 28, dicembre 1954, pp. 353-364, e J. E. MEADE, *The Case for Variable Exchange Rates*, «The Three Banks Review», n. 27, settembre 1955, pp. 3-27. Al contrario, è possibile immaginare una manovra dei cambi, da parte dell'autorità centrale, tendente ad indurre gli speculatori privati ad operare in senso favorevole all'equilibrio stesso. Tale manovra, che in regime di cambi rigidi è limitata al mercato a termine ed implica, perciò, una manovra del tasso d'interesse, è agevolata, quando i cambi sono flessibili, dalla possibilità di operare sul mercato a pronti. Si veda, ad es., E. SOHMEN, *Flexible Exchange Rates*, The University of Chicago Press, Chicago, 1961, in special modo capp. II, III, IV e bibliografia ivi citata. Per questi motivi, l'adozione di cambi flessibili è considerata, da chi scrive, una possibile soluzione del problema dei trasferimenti di fondi, pur con la piena consapevolezza che l'importante argomento è lungi dall'essere stato esaurientemente trattato.

(5) Qualche autore sostiene che l'adozione di tassi di cambio flessibili rende necessario il controllo dei movimenti di fondi privati. Cfr., ad es., S. LAURSEN e L. A. METZLER, *Exchange Rates and the Theory of Employment*, «The Review of Economics and Statistics», vol. XXXI, n. 4, novembre 1950, pp. 281-299. All'origine di tale opinione è il timore che, con cambi flessibili, la speculazione operi in senso contrario alla stabilità del mercato dei cambi esteri. Si veda, ad es., E. SOHMEN, *Flexible Exchange Rates*, cit., cap. III e la nota 4, sopra.

(6) Tra uscita in conto capitale, al momento del trasferimento, e ricupero di una parte del trasferimento stesso attraverso gli effetti indotti. Questo modo di esprimersi risulterà più chiaro dopo l'esposizione della Parte I.

(7) O ad una combinazione di misure.

(8) Questa affermazione è illustrata più avanti, alla sezione 2.1.

trasferimenti di fondi liquidi, è necessario disporre di un'analisi della stabilità del mercato dei cambi esteri, quando le variazioni del tasso di cambio sono dovute a movimenti di fondi di tale natura. La formulazione di tali strumenti (9) richiede, tuttavia, il preliminare approfondimento critico della teoria esistente. Il presente saggio si propone di fornire tale approfondimento. Esso trova espressione nelle Parti I e II. Le conclusioni pongono le premesse di una ricerca tendente a migliorare la teoria esistente (10).

## PARTE PRIMA

### LA TEORIA

#### DEI TRASFERIMENTI INTERNAZIONALI DI FONDI

##### 1.1 I termini del problema.

I rapporti economici internazionali abbondano di « transfers » (11) di vario genere. Prendendo a prestito le parole del Prof. H. G. Johnson (12) e traducendo liberamente, si può dire che:

« La teoria del "transfer" è stata, in genere, sviluppata ed applicata nell'analisi di problemi come il pagamento di riparazioni di guerra ed il flusso di capitali internazionali a lungo termine.

(9) Quello relativo alla teoria dei trasferimenti e quello riguardante la stabilità del mercato dei cambi esteri.

(10) Per completare la valutazione delle alternative ii) e iii), è necessario disporre di un'analisi teorica degli effetti della manovra della liquidità internazionale, quando questa si propone la neutralizzazione dei trasferimenti di fondi privati. Tale manovra non è priva di rischi. La funzione normale della liquidità riguarda, infatti, le variazioni, in segno ed in intensità, del flusso dei trasferimenti e non l'ampiezza assoluta del flusso stesso. Per conseguenza, creare, od attivare, liquidità internazionale per contrastare, sul piano esclusivamente finanziario, i trasferimenti di fondi privati, rischia di avviare il sistema verso mal conosciute regioni di instabilità. Purtroppo il presente saggio non porta alcun contributo in tale direzione.

(11) L'espressione « trasferimento internazionale » è alle volte sostituita, per brevità, con il vocabolo inglese « transfer ».

(12) Cfr. H. G. JOHNSON, *The Transfer Problem and Exchange Stability*, « The Journal of Political Economy », vol. LXIV, n. 3, giugno 1956, pp. 212-225 riprodotto, con alcune estensioni, in H. G. JOHNSON, *International Trade and Economic Growth*, George Allen and Unwin, Londra, 1958, cap. VII, pp. 169-195. Il brano citato nel testo si trova a pagina 183. Tutti i riferimenti sono al cap. VII di detto volume. È doveroso indicare che questa parte (Parte I) deve molto al succitato lavoro del Prof. Johnson, sia per l'impostazione generale, che per alcuni suggerimenti specifici, messi in evidenza al momento opportuno. Il lavoro del Prof. Johnson è stato preso come l'espressione più recente e compiuta della teoria del « transfer ». Come tale, costituisce il punto di partenza per le argomentazioni del presente saggio.

Tuttavia, essa è suscettibile di applicazioni ben più ampie nel campo della teoria della bilancia dei pagamenti, dal momento che ogni squilibrio effettivo di tale bilancia, implica un "transfer", sotto qualche forma, dal paese in eccedenza a quello in deficit ed il problema di eliminare tale squilibrio può essere concepito come quello di creare un "transfer" di ammontare equivalente nella direzione opposta ».

Si ha « transfer » ogni qual volta si registra un movimento internazionale di fondi, o di beni (13), temporaneamente (14), o definitivamente, senza contropartita. In questa sede sono trattati i « transfers » di fondi e trascurati i « transfers » di beni (15) (16).

Il problema sollevato da tali « transfers », è il seguente. Si suppongano due paesi, *A* e *B* (17). Ciascuno produce certe quantità di due tipi di beni, ad esempio, grano e stoffa (*G* e *S*), di cui, una parte viene consumata all'interno ed una parte esportata, in modo che, in un dato intervallo di tempo e ad un certo rapporto di scambio tra *G* e *S*, la bilancia dei pagamenti tra i due paesi sia in pareggio. In condizioni normali (18), *A* esporta grano (*G*) e *B*

(13) I servizi si intendono inclusi nella definizione di beni, ad evitare di dover ripetere la frase « beni e servizi ».

(14) La temporaneità deve superare il periodo di tempo necessario al manifestarsi di quei fenomeni di adattamento che costituiscono l'essenza della teoria del « transfer ».

(15) Tale esclusione, dettata dalla preoccupazione di mantenere il saggio in proporzioni maneggevoli, trova ulteriore giustificazione nel carattere di eccezionalità che rivestono i « transfers » di beni. Ciò non toglie che, ad esempio immediatamente dopo la seconda guerra mondiale (aiuti UNRRA), la loro importanza sia stata notevole.

(16) La maggior parte dei lavori a carattere monografico tratta il problema del « transfer » sotto il titolo di « movimenti di capitale ». Si veda, ad es., C. IVERSEN, *International Capital Movements*, Levin e Munksgaard, Copenhagen, 1936, in special modo, parte II, pp. 197-326, C. P. KINDLEBERGER, *International Short-Term Capital Movements*, Columbia University Press, 1937, particolarmente parte II, pp. 53-100, M. FANNO, *I trasferimenti anormali dei capitali e le crisi*, Einaudi, Torino, 1935, capp. I-IV e R. NURSKÉ, *International Kapitalbewegungen*, Springer, Vienna, 1935, oltre i lavori di A. I. BLOOMFIELD citati nelle note introduttive. In tali opere, tuttavia, l'accento è posto sulle cause e sulla natura dei movimenti stessi; aspetti non considerati nel presente saggio.

(17) Dal punto di vista del realismo, sarebbe più indicato considerare uno dei due paesi, ad esempio *B*, come « resto del mondo ». Non si tratta di una semplice questione terminologica, perchè ciò comporta una diversità nei parametri di comportamento di *B*, rispetto a fattori autonomi provenienti da *A*. Dato che il tener conto di tali differenze non offre, in questa sede, vantaggi analitici sostanziali, i due paesi vengono considerati omogenei, per quanto riguarda grandezza e struttura.

(18) La normalità si riferisce a rapporti di scambio compresi entro un certo intervallo di valori. Al di fuori di tali limiti, il bene che, in condizioni normali, viene esportato da *A* (un'importazione per *B*), diventa un'importazione per *A* stesso (un'esportazione per *B*). Si

esporta stoffa ( $S$ ). Si supponga, a partire da una certa data iniziale, l'esistenza di un « transfer » (19) di fondi (20) dal paese  $A$  al paese  $B$ . Il processo, attraverso il quale si passa da una posizione di equilibrio dove non esiste « transfer », ad una in cui esso è presente, si compone di due fasi. La prima riguarda il finanziamento del « transfer » nel paese  $A$  ed il suo utilizzo nel paese  $B$ . Riguarda cioè, l'effetto di tale finanziamento e di tale utilizzo sulla domanda interna ed estera dei due paesi. Tali variazioni nella domanda interna ed estera reagiscono scambievolmente, secondo le modalità implicite nel funzionamento del modello (21). Quando le ripercussioni si sono esaurite, il sistema raggiunge una nuova posizione di equilibrio (22) in cui la bilancia dei pagamenti complessiva può essere, o meno, in pareggio (23). Più precisamente, per il paese da cui muove il « transfer », essa è attiva, in pareggio, o passiva, a seconda che il « transfer » crei un'eccedenza superiore, pari, od inferiore all'ammontare del « transfer » stesso. Se, per combinazione, la bilancia dei pagamenti complessiva risulta in pareggio, il problema del « transfer » si estingue con il completamento della fase finanziaria; non vi è necessità di alcun ulteriore adattamento per generare il flusso di beni addizionali richiesto per riportare in parità la bilancia stessa. Se invece la bilancia mostra un disavanzo,

voda, ad es., J.E. MEADE, *A Geometry of International Trade*, Allen and Unwin, Londra, 1952, in particolar modo, cap. II e III, pp. 9-26. Nel presente contesto è indifferente che, dopo lo scambio, uno, od entrambi, i paesi, continuino a produrre uno, od entrambi, i beni (il problema della specializzazione). Qualche modifica deve essere tuttavia introdotta per tener conto del fatto che uno, od entrambi, i paesi producano beni che non sono oggetto di scambi internazionali.

(19) Come flusso. L'intera esposizione è condotta, per semplicità, in termini di flusso. Una situazione di equilibrio nella quale i flussi, se lasciati a se stessi, si ripetono, in ogni periodo con eguale intensità, implica una variabilità della posizione di fondo (per indicare la quale, al fine di evitare possibili malintesi, s'impiega il vocabolo inglese « stock »). Questa variabilità influenza, a lungo andare, l'intensità dei flussi stessi, sia automaticamente, che attraverso decisioni di politica economica. Un modello completo dovrebbe tener conto di tale interdipendenza tra stocks e flussi.

(20) Misurato in termini di  $G$ , o di  $S$ , oppure, infine, di un'astratta unità internazionale di conto.

(21) Variazioni della domanda interna e variazioni delle esportazioni e delle importazioni sono, infatti, interdipendenti.

(22) Sempre che siano soddisfatte certe condizioni di stabilità.

(23) Questa posizione di equilibrio, con la possibilità che la bilancia dei pagamenti non sia in pareggio, è consentita dalla natura di puro flusso del modello. Una bilancia, ad es., in disavanzo come flusso, comporta un peggioramento netto cumulativo del totale delle riserve valutarie del paese che subisce il deficit. Si pone, esplicitamente, il problema del rapporto tra stocks e flussi.

è necessario far sorgere un'ulteriore eccedenza delle esportazioni sulle importazioni; viceversa nel caso opposto. La seconda fase del problema del « transfer » si identifica, quindi, con il processo di equilibratura della bilancia dei pagamenti.

La prima fase del problema è esaminata mediante due modelli. Il primo, nel quale si suppone operi un meccanismo che assicura, attraverso la flessibilità dei prezzi, la costanza del prodotto in termini reali (24) a qualunque livello della domanda monetaria complessiva. Il secondo, a prezzi rigidi, in cui il prodotto è funzione del livello della domanda. In omaggio alla tradizione (25), il primo è detto modello « classico », il secondo modello « keynesiano ». Prima di procedere all'esame di questi due modelli è opportuno porre in raffronto l'impostazione data al problema nel presente saggio, con quella che emerge da un esame della letteratura. La questione è vista, di solito, come determinazione degli effetti di un « transfer » su certe variabili dipendenti del sistema, ad esempio, le ragioni di scambio od il livello dell'attività economica complessiva. Non si è scisso il fenomeno in due fasi; quella in cui si studia la posizione di equilibrio dopo l'intervento di un « transfer » [equilibrio nel quale la bilancia dei pagamenti può anche non essere in pareggio] e quella in cui, dato un certo squilibrio nella bilancia stessa, si provvede ad eliminarlo con successivi adattamenti. Il processo è visto come un tutto unico, da una posizione di equilibrio ad un'altra, quando anche la bilancia dei pagamenti è tornata in pareggio (26). Nulla vi è da eccepire su tale procedimento; la scissione in due fasi distinte, tuttavia, presenta dei vantaggi di esposizione. Innanzi tutto, si pone in luce la relazione tra stocks e flussi. La necessità di equilibrare la bilancia dei

(24) Corrispondente al pieno impiego dei fattori produttivi limitazionali.

(25) Buona o cattiva che sia.

(26) Rassegne della letteratura sul problema del « transfer » si trovano in J. VINEY, *Studies in the Theory of International Trade*, Allen and Unwin, 1937, ristampa 1955, Londra, cap. VI, pp. 290-387, e G. HABERLER, *A Survey of International Trade Theory*, « Special Papers in International Economics », n. 1, Princeton University Press, settembre 1955, in particolar modo le note bibliografiche sul « transfer », pp. 67-68. Esposizioni più brevi, si trovano in L. A. METZLER, *The Theory of International Trade*, in H. S. Ellis ed., *A Survey of Contemporary Economics*, Irwin, Homewood, Illinois, 1948, vol. I, pp. 210-254 e nel primo dei due articoli di P. A. SAMUELSON, *The Transfer Problem and Transport Costs*, ecc., più oltre citati. A quanto risulta a chi scrive, la distinzione tra le due fasi non è posta in forma esplicita in alcuna delle rassegne sopra indicate; la prima esposizione è quella di H. G. JOHNSON, *The Transfer Problem*, ecc., cit.

pagamenti è una questione di stocks; come flusso è perfettamente concepibile un equilibrio in cui la bilancia dei pagamenti non sia in pareggio. Ne segue che è plausibile considerare il tempo necessario allo svolgimento della prima fase [quella in cui si manifestano gli effetti, diretti ed indiretti, del finanziamento e dell'utilizzo del « transfer »] più breve di quello richiesto dal completamento della seconda [quella in cui la posizione cumulativa, determinata, ad esempio, da un flusso di disavanzi, costringe il paese stesso ad adottare quelle misure atte ad equilibrare la bilancia dei pagamenti (27)]. La prospettiva dinamica offerta dalla distinzione in due fasi, presenta, quindi, delle possibilità analitiche che sono perdute nel caso l'intero fenomeno venga appiattito in una presentazione di statica comparata. Inoltre, anche quando i due procedimenti analitici conducono a risultati qualitativamente identici, la scissione permette, da un punto di vista quantitativo, la valutazione di quella parte dei risultati stessi imputabile a ciascuna di tali fasi; ciò ha importanza pratica tenuto conto delle diverse possibilità di intervento con strumenti di politica economica (28). Nell'analisi seguente si suppone che il « transfer » muova da  $A$  verso  $B$  e, salvo diversa specificazione, non esistano ostacoli allo scambio internazionale delle merci (tariffe, costi di trasporto, etc.).

(27) L'adozione di certe misure specifiche non è indispensabile; il processo di equilibratura può essere spontaneo.

(28) Rimane da porre un quesito il quale riguarda, in particolar modo, la storia delle dottrine. Perché tale distinzione è stata vista solo così di recente? Una rassegna esauriente della letteratura a riguardo esula dagli intendimenti del presente saggio. È lecito, tuttavia, avanzare due ipotesi: la prima è che, nei casi in cui il problema è stato studiato dal punto di vista del baratto, non è possibile immaginare uno squilibrio, sia pur momentaneo, della bilancia dei pagamenti. Merci sono ottenibili solo contro merci ed il pareggio è automatico. Si veda, ad es., P. A. SAMUELSON, *The Transfer Problem and Transport Costs*, I: *The Terms of Trade When Impediments Are Absent*, « The Economic Journal », vol. LXII, n. 2, giugno 1952, pp. 278-304, in particolar modo pp. 280-288 e *The Transfer Problem and Transport Costs*, II: *Analysis of Effects of Trade Impediments*, « The Economic Journal », vol. LXIV, n. 2, giugno 1954, pp. 264-289. Nei casi in cui, al contrario, il problema è stato esplicitamente posto in una cornice monetaria, il fenomeno della mancata distinzione tra le due fasi, è da mettere in rapporto con la insufficiente considerazione prestata alla relazione tra stocks e flussi. Si veda, ad es., J. M. KEYNES, *The German Transfer Problem*, « The Economic Journal », vol. XXXIX, n. 1, marzo 1929, pp. 1-7, B. OHLIN, *Transfer Difficulties, Real and Imagined*, « The Economic Journal », vol. XXXIX, n. 2, giugno 1929, pp. 172-173 e L. A. METZLER, *The Transfer Problem Reconsidered*, « The Journal of Political Economy », vol. L, n. 3, giugno 1942, pp. 397-414. Tutti e tre i citati articoli sono riprodotti in H. S. ELLIS e L. A. METZLER, eds., *Readings in the Theory of International Trade*, Allen and Unwin, Londra, 1950.

## 1.2 Il modello "classico".

Caratteristica di questo modello è il legame rigido tra quantità di mezzi di pagamento e domanda monetaria complessiva. Ciò non implica assenza di risparmio e di investimento; al contrario, in esso opera un meccanismo atto a trasformare qualunque ammontare di risparmio in un equivalente ammontare di investimenti. Questa caratteristica, unita all'altra della perfetta flessibilità dei prezzi, implica il continuo pieno impiego (29) dei fattori produttivi e la massimizzazione del prodotto in termini reali (30) a qualsiasi livello della domanda monetaria complessiva. Assumendo, inoltre, un'istantanea adattabilità di prezzi e quantità in ciascun mercato, viene esclusa la possibilità del manifestarsi di fenomeni cumulativi, ad esempio, di tipo moltiplicatorio (31). In base alle precedenti ipotesi, il processo, attraverso il quale un « transfer » viene finanziato nel paese  $A$  ed utilizzato nel paese  $B$ , determina un aumento della spesa complessiva in  $B$  ed una diminuzione della spesa complessiva in  $A$ , pari al valore del « transfer » stesso (32). Il criterio per decidere se, al termine della prima fase del processo di « transfer », le variazioni nella bilancia dei pagamenti hanno esattamente, più, o meno che compensato, il movimento iniziale (il « transfer » stesso, nell'aspetto finanziario), è il seguente. Se  $A_G$  e  $B_G$  sono le proporzioni delle variazioni della spesa complessiva

(29) Se si assume che i prezzi debbano essere positivi od, al minimo, zero, il concetto di pieno impiego va qualificato come pieno impiego dei soli fattori limitazionali.

(30) La massimizzazione del prodotto in termini reali va intesa solo come prima approssimazione. I motivi di insufficienza di tale concetto sono due: il primo riguarda le difficoltà connesse con la valutazione, in termini reali, di un certo insieme di beni quando i prezzi sono variabili (problema dei numeri indici); il secondo, gli aspetti di benessere (*welfare*) della valutazione stessa, dipendente dall'utilità ricavabile dal consumo dei beni e dalla disutilità del contenuto di fattori impiegati nel produrli. Cfr., per un'adeguata esposizione di tali problemi, E. J. MISHAN, *A Survey of Welfare Economics, 1939-1959*, « The Economic Journal », vol. LXX, n. 2, giugno 1960, pp. 197-265. Naturalmente, ai fini del presente saggio, tali aspetti vengono trascurati.

(31) Si veda, ad es., J. S. DUSENBERY, *Business Cycles and Economic Growth*, McGraw-Hill, Co., Inc., New York, 1958, cap. 2, p. 24.

(32) Il concetto di « transfer » si applica, in questo modello, sia ai mezzi di pagamento che al reddito il quale, per loro tramite, viene trasferito. È sufficiente, infatti, definire il periodo di reddito in modo tale che l'ammontare del reddito stesso coincida con l'ammontare dello stock esistente di mezzi di pagamento (velocità di circolazione rispetto al reddito uguale all'unità). Si ipotizza, inoltre, che tale velocità di circolazione sia la medesima nei due paesi.

nei due paesi che cadono sulle importazioni (rispettivamente da  $B$  e da  $A$ ), la variazione della bilancia dei pagamenti è tale da più che compensare, compensare esattamente, o meno che compensare, il « transfer » iniziale, a seconda che

$$[1] \quad A_S + B_G \cong 1 \quad (33) \quad (34)$$

L'utilità analitica del criterio testè stabilito, dipende dalla natura di  $A_S$  e  $B_G$ . Sono essi dei parametri che caratterizzano il comportamento del sistema indipendentemente dal manifestarsi del « transfer »? È evidente che, ove  $A_S$  e  $B_G$  fossero determinabili solamente ex-post, una volta, cioè, verificatosi un certo particolare « transfer », non potrebbero essere utilizzati per prevedere l'effetto di un « transfer » che abbia luogo in condizioni diverse dalle precedenti. Il problema è duplice. Da un lato, è necessario associare il « transfer » ad un tipo di variazione di cui sia nota la reazione sulla domanda di importazioni; dall'altro, è necessario collegare questa reazione alle preferenze della collettività dei due paesi a consumare beni di tipo  $G$  ed  $S$ . Circa il primo aspetto, le ipotesi su cui il modello è costruito (35), autorizzano ad associare un

(33) Si veda H. G. JOHNSON, *The Transfer Problem ecc.*, cit., p. 172. Facendo un esempio numerico, si supponga un « transfer » di 100 unità internazionali di conto. La bilancia tra i due paesi (riferita al paese  $A$ ) subisce le seguenti variazioni (chiamando  $\Delta A$  la variazione della bilancia dei pagamenti di  $A$ ):

$$\Delta A = -100 + 100 A_S + 100 B_G$$

(essendo  $A_S$  e  $B_G$  dei parametri definiti come sopra). Ne risulta

$$\Delta A \cong 0$$

a seconda che

$$100 A_S + 100 B_G \cong 100$$

equivalente a  $A_S + B_G \cong 1$ , il criterio indicato nel testo.

(34) Il criterio subisce delle variazioni se vengono introdotti degli ostacoli al libero movimento delle merci, sotto forma di tariffe o di costi di trasporto. In questo caso, si viene a creare una differenza tra variazioni nella spesa per importazioni ed incasso per esportazioni da parte dei soggetti economici di ciascun paese. Il criterio va modificato sostituendo a « proporzione delle variazioni della spesa di ciascun paese che cade sulle importazioni », la espressione « proporzione delle variazioni della spesa di ciascun paese che cade sugli incassi dell'altro in conto esportazione ». Tuttavia, l'introduzione di tariffe e costi di trasporto ha importanza solo a proposito della valutazione quantitativa dei coefficienti. Per una trattazione di tali problemi, si veda P. A. SAMUELSON, *The Transfer Problem and Transport Costs*, I e II, cit. Cfr., anche, H. G. JOHNSON, *The Transfer Problem ecc.*, cit., pp. 172-177.

(35) Tenendo presente quanto detto alla nota 32.

« transfer » ad una variazione di reddito (36). Ne discende che  $A_S$  e  $B_G$  sono le propensioni marginali alle importazioni dei due paesi. Circa il secondo aspetto, se  $A_G$  e  $B_S$  sono le proporzioni della variazione della spesa che cadono sui beni prodotti all'interno e normalmente esportati, valgono le relazioni

$$[2] \quad A_S + A_G = 1$$

$$[3] \quad B_S + B_G = 1$$

Il criterio, in precedenza enunciato, può essere formulato come segue. Il « transfer » sarà più, esattamente, o meno che compensato, se, per ogni unità internazionale di conto che il paese  $A$  trasferisce, il rapporto tra la frazione spesa per  $S$  (le sue importazioni) e la frazione spesa per  $G$  (le sue esportazioni) è maggiore, eguale, o minore del rapporto tra le analoghe frazioni del paese  $B$ . In simboli, il « transfer » sarà più, esattamente, o meno che compensato, se

$$[4] \quad \frac{A_S}{A_G} \cong \frac{B_S}{B_G} \quad (37) \quad (38),$$

cioè a seconda che i due paesi siano più, egualmente, o meno propensi a consumare, al margine, il bene (normalmente) esportato o quello (normalmente) importato.

(36) Lo scrivente non comprende, a tale proposito, il Prof. H. G. JOHNSON, *The Transfer Problem ecc.*, cit., p. 172, quando dice: « ... Non c'è ragione di identificare gli effetti del finanziamento e dell'utilizzo di un « transfer », con quelli di un qualsiasi altro tipo di variazione economica... ». Ciò è vero per un modello in cui esista possibilità di tesoreggiamento, in cui, cioè, non vi sia un rapporto rigido tra quantità di mezzi di pagamento e domanda monetaria complessiva. Nel modello classico, essendo questo escluso, la sola incertezza può derivare dalla natura spontanea o coatta del trasferimento. Sembra eccessivo ritenere che la propensione alle importazioni risenta della natura, coatta o spontanea, del « transfer » stesso.

(37) Il Prof. Samuelson ricava l'espressione [4] partendo dalle curve d'indifferenza e dalla curva dei contratti (*contract curve*) relative ai due paesi. Si veda P. A. SAMUELSON, *The Transfer Problem ecc.*, I, cit., pp. 282-286 e, per chiarimento, la nota 1, p. 286.

(38) Si noti che, utilizzando la [2] e la [3], cioè nel caso di soli due beni, la [4] può essere scritta

$$\frac{A_S}{1 - A_S} \cong \frac{1 - B_G}{B_G}$$

funzione delle propensioni marginali alle importazioni, espressione analoga alla [1].

Essendo concepibili entrambe le situazioni (39), non si può, a priori, fare alcuna generalizzazione sul risultato ultimo (40).

Prima di procedere ad esaminare il modello keynesiano, è doverosa un'importante precisazione, senza la quale l'intera costruzione diviene opinabile. La possibilità di scindere il problema del « transfer » in due fasi, secondo le linee in precedenza indicate, dipende dalla stabilità (in termini di flussi) di una posizione di equilibrio in cui la bilancia dei pagamenti non sia in pareggio (41). È necessario, perciò, chiedersi se nel modello classico esista tale stabilità. Si supponga un « transfer » da *A* a *B*. Sulla base delle ipotesi in precedenza esposte, la domanda complessiva diminuisce in *A* ed aumenta in *B* dell'ammontare del « transfer » stesso. Le variazioni della domanda si scindono in due parti: la prima determina di quanto aumenta (o diminuisce) la spesa interna, la seconda la spesa su beni prodotti all'estero. Tranne il caso in cui tale ripartizione riconduce in pareggio la bilancia dei pagamenti (42), le domande complessive dei paesi *A* e *B*, dopo il « transfer », sono diverse da quelle della situazione iniziale. Nel caso in cui il « transfer » è recuperato solo parzialmente, la domanda complessiva,

(39) Un paese che produce beni di prima necessità ed importa beni di lusso tende ad avere, al crescere del reddito, una propensione marginale alle importazioni più alta di quella a consumare beni prodotti all'interno. Il contrario vale per un paese che produce beni di lusso ed importa beni di prima necessità.

(40) La teoria economica si è resa da tempo conto che l'effetto di un « transfer » sulla bilancia dei pagamenti non è univocamente determinabile a priori (questo fu il risultato del dibattito Keynes-Ohlin sulle riparazioni di guerra tedesche; si veda più indietro, nota 28). Questo stato di cose, manifestamente insoddisfacente, ha generato una messe di speculazioni su quale risultato fosse, in generale, più probabile. Non sembra che questa discussione sia molto interessante; l'applicazione concreta del criterio teorico richiede la conoscenza del valore dei parametri. Di volta in volta, quindi, il risultato sarà perfettamente determinato. Se il valore dei parametri non è noto, il criterio probabilistico è inapplicabile (l'uguale ignoranza riguardo a due fatti non li rende egualmente probabili). In generale, tuttavia, si è ritenuta più probabile una posizione complessiva di disavanzo per il paese da cui il « transfer » muove. Tra le giustificazioni addotte, vi è quella che fa discendere tale risultato da una distorsione del campo delle preferenze a favore del consumo del bene prodotto all'interno. L'argomentazione è rafforzata dalla presenza di tariffe, le quali aprono un divario tra i prezzi relativi dei due beni, a vantaggio di quello prodotto all'interno; è complicata dall'introduzione di costi di trasporto il cui contenuto, in termini di esportazioni ed importazioni, è variabile. Cfr. i lavori del Prof. Johnson più volte citati.

(41) Salvo il caso in cui, cioè,  $A_S + B_G = 1$ .

(42) Anche in tale caso sorgono complicazioni, dato che, pur a parità di domanda complessiva, la struttura della domanda è diversa. Ad esempio, nel paese *A*, è domandato più di *G* e meno di *S*. Questo altera i prezzi relativi ed induce ripercussioni sulla bilancia dei pagamenti a meno che non siano adottate altre ipotesi restrittive (come, ad esempio, considerare la produzione a costi costanti).

siva, in *A*, risulta minore rispetto alla situazione iniziale. È questa situazione stabile (43)? Con prezzi flessibili ed il prodotto mantenuto al massimo livello consentito dal pieno impiego dei fattori limitazionali (44), la diminuzione di domanda ex-ante si traduce, ex-post, in un abbassamento del livello dei prezzi (45). Tale abbassamento reagisce sulla bilancia dei pagamenti e, pertanto, la posizione di equilibrio del sistema non è staticamente stabile. È possibile, al contrario, distinguere le due fasi in base ad un criterio dinamico. Se si assume che l'adattamento della bilancia dei pagamenti al « transfer », a prezzi costanti, sia molto più rapido di quello dei prezzi alle variazioni della domanda (46), allora le due fasi sono temporaneamente discernibili (47).

### 1.3 Il modello keynesiano.

Nel modello keynesiano i prezzi sono supposti rigidi. Il tasso di cambio tra le monete ed il tasso d'interesse sono fissati dalle autorità monetarie e non dipendono, direttamente, dal livello di attività economica (48). I movimenti internazionali di fondi sono indipendenti dal livello del reddito nei due paesi. In tal modo, sarà possibile ricavare, attraverso un normale processo moltiplicativo, gli effetti, diretti ed indiretti, di una variazione delle variabili indipendenti. Nel caso in esame, tali variabili sono: la spesa autonoma per beni prodotti all'interno (49), la spesa autonoma per beni prodotti all'estero (importazioni) ed il « trans-

(43) Nel senso che essa tende a ripetersi con medesime caratteristiche in ogni periodo. Si ricordi che il modello è in termini di flussi; il « transfer », quindi, non si verifica una tantum, ma si ripete in ogni periodo con eguale intensità.

(44) Facendo salve le complicazioni derivanti da variazioni nella struttura della produzione (vedi nota 42).

(45) Proporzionale alla flessione della domanda, se si assume costante la velocità di circolazione della moneta rispetto al reddito.

(46) Non si discute del realismo di questa ipotesi, ma solo della sua plausibilità logica.

(47) Posta in questi termini, la questione assume rilievo teorico, per la possibilità di distinguere effetti primari e secondari, e pratico, per la possibilità di intervenire in punti diversi del processo e modificare, quindi, la posizione di equilibrio finale.

(48) Tali parametri possono essere variati dalle autorità monetarie; ma, in accordo con la natura del modello (flussi), si suppone che le considerazioni che conducono a tali variazioni, si basino su concetti di stock. Tale ipotesi, oltre tutto, è abbastanza realistica, dato che la condotta della politica monetaria prende sovente, ad indice di riferimento, concetti di stock, come, ad esempio, il livello delle riserve valutarie o l'ammontare del credito bancario in essere.

(49) Sia di consumo che d'investimento.

fer». Un sistema di due equazioni, i moltiplicatori esterni ed interni dei due paesi, ci permette di derivare gli effetti di una variazione delle variabili indipendenti sul reddito; una terza equazione (50), gli effetti sulla bilancia dei pagamenti (51). Nel modello keynesiano, in contrasto con quello classico, non esiste un rapporto rigido tra quantità di mezzi di pagamento e domanda monetaria complessiva e, inoltre, il meccanismo che equilibra le addizioni e le sottrazioni autonome del flusso di reddito (risparmio e investimento, esportazioni ed importazioni), non agisce attraverso i prezzi, ma attraverso variazioni cumulative (moltiplicatore) del reddito stesso. Tali caratteristiche condizionano il processo attraverso il quale il « transfer » viene finanziato ed utilizzato, nonchè gli effetti di quest'ultimo sulla bilancia dei pagamenti. Il « transfer » infatti, non rappresenta, necessariamente, una diminuzione netta della spesa interna del paese *A* (ed un aumento del paese *B*), potendo, in parte, essere derivato da accumulo di fondi oziosi (52).

(50) Di natura definitoria, essendo una semplice espressione della variazione del saldo della bilancia dei pagamenti, in funzione delle variazioni del reddito nei due paesi.

(51) Il Prof. JOHNSON, *The Transfer Problem* ecc., cit., p. 177, adotta i seguenti simboli:  $Y_a, Y_b$  sono i redditi dei due paesi,  $I_a, I_b$  le variazioni autonome della spesa su beni prodotti all'interno,  $M_a, M_b$  le variazioni autonome della spesa su beni prodotti all'estero (importazioni),  $T$  la variazione dell'ammontare del « transfer » (che muove da *A* verso *B*). Inoltre,  $\Delta A$  è la variazione della bilancia dei pagamenti di *A* (eguale e di segno contrario a quella di *B*),  $c_a, c_b$  sono le propensioni marginali alla spesa su beni prodotti all'interno,  $s_a, s_b$  le propensioni marginali al risparmio,  $m_a, m_b$  le propensioni marginali alle importazioni. Il sistema assume la seguente forma

$$(I) \begin{cases} Y_a = I_a + c_a Y_a + M_b + m_b Y_b \\ Y_b = I_b + c_b Y_b + M_a + m_a Y_a \end{cases}$$

$$(II) \quad \Delta A = M_b + m_b Y_b - m_a Y_a - M_a - T$$

Si noti che il sistema (I) può essere scritto sotto forma moltiplicativa come segue

$$(III) \begin{cases} Y_a = (I_a + M_b + m_b Y_b) \frac{1}{1 - c_a} \\ Y_b = (I_b + M_a + m_a Y_a) \frac{1}{1 - c_b} \end{cases}$$

(52) Si sottolinea ancora una volta che questo è vero solo in un modello di flussi. A lungo andare, un flusso di « transfers » esaurirebbe lo stock di ricchezza liquida accumulato nel paese *A*. In tal caso, il problema si porrebbe in termini diversi: o come destinazione a « transfer » di risparmio corrente addizionale, o come « transfer » di una parte del risparmio stesso. La presente analisi riguarda i soli fenomeni che hanno luogo prima che tale limite venga raggiunto.

Si pone, quindi, il problema di determinare le proporzioni del « transfer » che cadono, nei due paesi, rispettivamente sulla spesa interna e sulle importazioni (53). Una volta conosciute tali proporzioni, le conseguenti variazioni nella spesa interna e nelle importazioni diventano autonome rispetto alle variazioni di reddito, per cui, sostituendo tali valori nelle due equazioni moltiplicatorie (54), si ottengono le variazioni complessive, dirette ed indirette, del reddito nei due paesi. Tali variazioni, sostituite nell'equazione della bilancia dei pagamenti, permettono di ricavare il criterio per decidere se un certo « transfer » genera, nella bilancia dei pagamenti del paese da cui muove, un saldo positivo superiore, eguale, od inferiore all'ammontare del « transfer » stesso. Dopo l'intervento di un « transfer », il paese da cui il « transfer » stesso muove, presenta una bilancia complessiva in eccedenza, pareggio, o deficit, a seconda che la somma delle proporzioni del « transfer » che alterano (a favore di *A*) la spesa per importazioni, sia maggiore, eguale, o minore dell'unità più la somma delle variazioni del risparmio nei due paesi, ponderate al rapporto tra propensioni alle importazioni e propensioni al risparmio (55) (56). Come nel caso classico, il

(53) Per differenza, si ricava la proporzionalità del « transfer » che viene risparmiata, dovendo essere, per necessità: proporzionalità spesa su beni interni + proporzionalità spesa su beni esteri + proporzionalità risparmio = 1.

(54) Vedi, più indietro, nota 51.

(55) In assenza di altre perturbazioni e supponendo, inizialmente, una bilancia in pareggio.

(56) Questa nota delucidica alcuni passaggi che sottostanno al procedimento del Prof. H. G. JOHNSON, *The Transfer Problem* ecc., cit., pp. 178-179. Lo scrivente si scusa di dover presentare esplicitamente lo strumento algebrico; ritiene, tuttavia, che ciò chiarifichi alcuni aspetti economici del criterio determinante. Siano  $c'_a, m'_a, s'_a$  (rispettivamente  $c'_b, m'_b, s'_b$ ) le proporzioni del « transfer » che, nei due paesi, cadono sulla spesa per beni interni, importazioni e risparmio (si tenga presente che  $c'_a + m'_a + s'_a = 1$  e  $c'_b + m'_b + s'_b = 1$ ). Ne risulta che

$$I_a = c'_a T = (1 - m'_a - s'_a) T \quad I_b = c'_b T = (1 - m'_b - s'_b) T$$

$$M_a = m'_a T \quad M_b = m'_b T$$

Sostituendo tali espressioni, tenuto conto dei debiti segni, nel sistema (I), nota 51, con l'avvertenza che  $c_a = 1 - m_a - s_a$  e  $c_b = 1 - m_b - s_b$ , si ottiene il sistema

$$(IV) \begin{cases} Y_a = -(1 - s'_a - m'_a) T + (1 - s_a - m_a) Y_a + m'_b T + m_b Y_b \\ Y_b = (1 - s'_b - m'_b) T + (1 - s_b - m_b) Y_b - m'_a T + m_a Y_a \end{cases}$$

criterio non offre una soluzione univoca del problema del « transfer », tutto dipendendo dal valore dei parametri.

Tale risultato contrasta con quelli ottenuti da altri autori (57). È stato, infatti, sostenuto che, in un modello keynesiano, se i singoli paesi, presi separatamente, sono stabili (58), la bilancia dei pagamenti complessiva del paese che esegue il « transfer » risulta necessariamente deficitaria. In base al criterio enunciato alla nota 56, è facile vedere quali particolari ipotesi di comportamento giustifichino tale soluzione. Se si assimila il « transfer » ad una variazione di reddito, risulta  $m'_a = m_a$ ,  $m'_b = m_b$ ,  $s'_a = s_a$  e  $s'_b = s_b$ . L'espressione (VII), nota 56, si semplifica in

$$\Delta_A = -T \frac{s_a s_b}{s_a s_b + s_a m_b + s_b m_a}$$

Se  $s_a$  ed  $s_b$  sono positivi,  $\Delta_A < 0$ . La variazione della bilancia di  $A$ , non può, in nessun caso, compensare il « transfer » iniziale (59) (60).

esprimibile sotto la forma

$$(V) \begin{cases} Y_a = \frac{I}{s_a} (s'_a T + \Delta_A) \\ Y_b = -\frac{I}{s_b} (s'_b T + \Delta_A) \end{cases}$$

dove

$$(VI) \Delta_A = m'_b T + m_b Y_b + m'_a T - m_a Y_a - T$$

Si noti che la (VI) non è altro che la (II), dove  $M_a$  e  $M_b$  sono stati sostituiti dalle variazioni della spesa per importazioni indotte dal « transfer ». Il criterio, indicato nel testo, si ottiene ricavando  $\Delta_A$  in funzione dei parametri e di  $T$ , cioè sostituendo  $Y_a$  e  $Y_b$ , ottenuti dal sistema (IV) nella (VI). Si ottiene

$$(VII) \Delta_A = T \frac{s_a s_b}{s_a s_b + s_a m_b + s_b m_a} (m'_a + m'_b - \frac{m_a}{s_a} s'_a - \frac{m_b}{s_b} s'_b - 1)$$

Risulta  $\Delta_A \cong 0$  a seconda che

$$(VIII) m'_a + m'_b \cong \frac{m_a}{s_a} s'_a + \frac{m_b}{s_b} s'_b + 1.$$

(57) Si veda, ad es., L. A. METZLER, *The Transfer Problem Reconsidered*, cit., pp. 179-197 e F. MACHLUP, *International Trade and the National Income Multiplier*, The Blakiston Co., Philadelphia, 1943, in particolar modo capp. VIII e IX.

(58) Cioè se le propensioni al risparmio nei due paesi sono positive.

(59) Le ipotesi adottate dagli autori menzionati alla nota 57, pur differenziandosi su certi aspetti particolari, si riportano, sostanzialmente, a quelle indicate nel testo.

(60) Quando il « transfer » viene trattato come una variazione di reddito, vi è apparente contrasto tra le conclusioni raggiunte attraverso un modello classico e quelle ottenute attraverso un modello keynesiano. Nel modello classico, il risultato dipende dalle propensioni

Al contrario di quanto accade nel modello classico, non ci sono difficoltà nel considerare stabile la situazione di equilibrio raggiunta dal sistema dopo il finanziamento e l'utilizzo del « transfer ». In un modello keynesiano aperto, la condizione di equilibrio è che il saldo della bilancia dei pagamenti concordi, in segno ed in valore, con la differenza tra spesa per nuovi investimenti e risparmio (61). Perciò, anche se il « transfer » non genera una variazione nella bilancia del paese  $A$  tale da riportare in pareggio la bilancia complessiva stessa, la posizione di equilibrio che ne risulta è stabile, nel senso che, considerando i soli flussi, non esiste alcun meccanismo tendente a modificarla.

#### 1.4 L'insufficienza dello strumento teorico nel caso di trasferimenti di fondi liquidi.

La teoria esistente del problema del « transfer » è, senza dubbio, raffinata e flessibile. Tuttavia, non è adeguata a trattare il caso di « transfer » di fondi che non si inseriscono direttamente nel flusso di reddito della collettività (62). Si consideri il modello presentato alla nota 56. Il « transfer » ( $T$ ) agisce sui redditi dei due paesi solamente attraverso le quote parti di esso che vengono direttamente spese su beni prodotti all'interno e su beni prodotti allo estero. Quando si tratti di « transfer » di fondi liquidi, la sola variabile direttamente influenzata è, al contrario, la liquidità del sistema bancario del paese che riceve i fondi stessi. Le banche

marginali alle importazioni, mentre nel modello « keynesiano », la variazione compensativa della bilancia non è in alcun caso sufficiente. In realtà, se nel modello keynesiano si ridefinisce la propensione marginale alle importazioni in modo da tener conto dell'effetto indiretto derivante dal fatto che non tutto il « transfer » trova riscontro in una variazione della spesa (i termini  $\frac{m_a}{s_a} s'_a$  e  $\frac{m_b}{s_b} s'_b$  dell'espressione (VII), nota 56), i criteri sono identici.

(61) Cfr., ad es., C. P. KINDLEBERGER, *International Economics*, R. D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., ed. riveduta 1958, pp. 182-183, T. SCITOVSKY, *Economic Theory and Western European Integration*, George Allen and Unwin Ltd., Londra, 1958, parte II, pp. 82-85 e M. BRONFENBRENNER, *The Keynesian Equations and the Balance of Payments*, « The Review of Economic Studies », vol. VII, n. 3, giugno 1940, pp. 180-184.

(62) Tale è il caso di « transfer » di fondi liquidi, non destinati né ad investimenti diretti, né a prestiti a lungo termine. Si noti che il problema si pone esclusivamente nell'ambito del modello keynesiano. Nel modello classico ogni trasferimento di fondi è, al contempo, un trasferimento di reddito.

vedono aumentati i depositi (63), e le autorità monetarie devono preoccuparsi dell'idoneo utilizzo dei depositi stessi (64) o della loro eventuale neutralizzazione. Tale neutralizzazione è possibile inducendo le banche ad assumere una posizione speculativa opposta a quella degli investitori privati. Questo risultato è ottenibile con vari mezzi (65); tra questi, vi è la manovra dei tassi di cambio, quando i tassi stessi sono flessibili. Tale aspetto della questione è posto in evidenza alla sezione 2.4, al momento di valutare la teoria della stabilità del mercato dei cambi esteri rispetto al problema dei « transfers » di fondi liquidi. Anche per quanto riguarda l'utilizzo dei depositi, si deve tener conto delle caratteristiche dei fondi da cui essi stessi traggono origine (66). Il tempo di alterazione del ritmo e della direzione del flusso dei fondi esteri è più breve di quello di un qualsiasi impiego produttivo interno dei fondi stessi. Se il loro utilizzo avvenisse attraverso normali sostituzioni ed addizioni della struttura produttiva, è assai probabile che gli adattamenti si troverebbero in costante ritardo rispetto al fenomeno perturbatore. Per conseguenza, tali adattamenti, in luogo di risultare elemento stabilizzante, rischiano di creare instabilità, o, nella migliore delle ipotesi, una situazione caotica. Esistono, tuttavia, delle possibili sostituzioni, il cui carattere temporaneo si accorda con la natura dei movimenti di fondi che ne sono la causa; si tratta delle sostituzioni tra stocks e flussi (67). Nel campo monetario, si possono operare sostituzioni tra liquidità e spesa; nel campo finanziario, tra indebitamento e spesa. Da quanto detto in precedenza, è chiaro che la teoria esistente del « transfer » non è adeguata all'analisi di tali problemi.

(63) In moneta straniera, o del corrispettivo in moneta locale, a seconda delle disposizioni valutarie esistenti.

(64) Altrimenti le banche vedrebbero diminuito il grado di profittabilità a causa degli interessi passivi sui depositi stessi.

(65) Alcuni dei quali di natura extra economica come, ad esempio, la possibilità offerta alle autorità centrali, di « persuadere » le banche a compiere determinate operazioni.

(66) Si noti che l'attuale teoria del « transfer » è deficiente a tale riguardo. In essa manca un qualsiasi legame tra liquidità bancaria e livello dell'attività economica.

(67) Una sostituzione tra uno stock ed un flusso è senz'altro temporanea. Qualunque sia il rapporto di grandezza iniziale tra lo stock ed il flusso, quest'ultimo tende ad esaurire il primo in un tempo finito.

## PARTE SECONDA

## LA STABILITÀ DEL MERCATO DEI CAMBI ESTERI

## 2.1 La definizione del problema.

Solo eccezionalmente (68), un « transfer » crea, a favore del paese da cui muove, un'eccedenza che compensa esattamente l'ammontare del « transfer » stesso. In ogni altra occasione, la compensazione può essere in difetto od in eccesso e richiedere un ulteriore assestamento della bilancia dei conti internazionali. Il problema del pareggiamento della bilancia dei pagamenti è, quindi, parte integrante della teoria del « transfer ». In forma sintetica, le possibilità di aggiustamento di una bilancia dei pagamenti (supposta in deficit) dipendono, quando si suppone una situazione di pieno impiego delle risorse (69), dall'operare di due gruppi di fattori:

a) quelli che permettono la riduzione della spesa monetaria complessiva (assorbimento) a parità di reddito;

b) quelli che permettono lo spostamento, a parità di spesa monetaria complessiva, di una parte di detta spesa da beni prodotti all'estero a beni prodotti all'interno (70).

Tenendo conto dei soli effetti primari (71), appartengono al primo gruppo quelle misure tendenti a ridurre la spesa privata

(68) Si tengano presente i risultati dell'analisi condotta nella Parte I. Il pareggio si ottiene quando nelle espressioni [1], p. 32 e (VIII), nota 56, p. 38, compare il segno di eguaglianza.

(69) Quando le risorse non sono totalmente impiegate, va tenuto conto anche dei fattori che tendono ad aumentare il reddito. Si veda l'accenno, più avanti, sez. 2.3, p. 49, a proposito dell'effetto risorse inutilizzate.

(70) La teoria generale della bilancia dei pagamenti è frutto di ricerche relativamente recenti. Si veda, in particolar modo, J.E. MEADE, *The Theory of International Economic Policy*, vol. I, *The Balance of Payments*, Oxford U.P., Londra, 1951, *passim*, J. TINBERGEN, *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland Publishing Co., Amsterdam, 1952, pp. 21-26, e S. S. ALEXANDER, *Effects of a Devaluation on a Trade Balance*, IMF Staff Papers, vol. II, n. 2, aprile 1952, pp. 263-278. Una buona esposizione, salvo qualche minore incompletezza, è quella di H. G. JOHNSON, *Towards a General Theory of the Balance of Payments*, in H. G. JOHNSON, *International Trade and Economic Growth*, cit., pp. 153-168. Similmente è degna di menzione la presentazione di G. HABERLER, in *A Survey of International Trade Theory*, cit., pp. 31-48, per quanto meno orientata verso una concezione « politica » del processo stesso e reminiscente dei meccanismi equilibratori tradizionali, legati, come è noto, al particolare modo di operare dei sistemi monetari internazionali.

(71) Dato che ogni misura determina effetti secondari attribuibili a ciascuna delle due categorie citate nel testo.

e pubblica per consumi ed investimenti (assorbimento); al secondo, quelle atte a far variare in senso favorevole (72) la struttura dei prezzi (73). Il miglioramento della bilancia dei pagamenti, in seguito a misure del primo tipo, è dovuto alla diminuzione delle importazioni, le quali sono funzione crescente dell'« assorbimento » totale interno. A parità di esportazioni (74), tale diminuzione si traduce in un miglioramento netto nella bilancia dei pagamenti. I limiti di tale miglioramento sono rappresentati, *a*) dal fatto che, a prezzi rigidi, « assorbimento » e reddito sono collegati da un processo moltiplicativo per cui, al variare dell'uno si verifica, necessariamente, una variazione dell'altro (75), e *b*) dal fatto che, l'ampiezza delle variazioni complessive dell'assorbimento e del reddito monetario, necessarie per rimediare ad un certo deficit della bilancia dei pagamenti, è tanto maggiore, quanto minore la proporzione di tali variazioni che cade su beni prodotti all'estero (cioè, quanto minore è la propensione marginale alle importazioni). Gli strumenti atti a mutare la struttura dei prezzi relativi includono: la variazione del tasso di cambio (76) ed interventi diretti, come tariffe, sussidi, quote, ecc. Nel presente saggio viene presa in esame la possibilità di riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti mediante la sola variazione del tasso di cambio. Ciò per un triplice ordine di motivi. In primo luogo, al momento attuale, una riduzione dell'assorbimento e l'impiego di strumenti di intervento diretto, sembrano politicamente inaccettabili (77). In secondo

(72) Abbassando, cioè, i prezzi dei beni prodotti all'interno, relativamente a quelli dei prodotti all'estero.

(73) In tali circostanze, il livello generale dei prezzi può variare in entrambe le direzioni. Può, infatti, avvenire che, per ottenere un miglioramento della struttura dei prezzi, sia necessario elevare il livello generale dei prezzi stessi. In questa sede, il problema non può essere esaminato a fondo.

(74) Che si suppone siano funzione del solo « assorbimento » dei paesi esteri. In altri termini, si ipotizza che siano trascurabili le ripercussioni internazionali di una variazione dell'assorbimento dei paesi che fanno parte del modello.

(75) Si tenga presente che l'ipotesi di prezzi rigidi trasforma una variazione del reddito monetario complessivo in una variazione dell'occupazione e del reddito reale.

(76) Alla quale è associata, da alcuni autori, una riduzione (ad es., in seguito a deflazione) del livello generale dei prezzi interni, cfr. H. G. JOHNSON, *Towards ecc.*, cit., p. 163, J. E. MEADE, *The Theory of International Economic Policy*, vol. I, cit. parte IV, capp. XII-XV. Ad avviso di chi scrive, questa associazione non è del tutto giustificata. Si veda, più indietro, le osservazioni fatte alla nota 73.

(77) La prima, ipotizzando realisticamente una certa rigidità verso il basso del livello dei prezzi monetari e dei salari, comporta una riduzione dell'occupazione e del reddito reale. Il secondo contrasta con le tendenze di liberalizzazione in questo settore.

luogo, la teoria della stabilità del mercato dei cambi esteri, per quel che riguarda il suo impiego nell'analisi degli spostamenti internazionali di fondi liquidi, offre il fianco alle medesime critiche rivolte alla teoria del « transfer ». In terzo luogo, un approfondimento critico della teoria della stabilità del mercato dei cambi costituisce il necessario punto di partenza per lo sviluppo di una analisi delle possibilità di utilizzare le variazioni del cambio per attenuare gli inconvenienti derivanti dai trasferimenti di fondi (78). Le sezioni seguenti vengono dedicate, quindi, a tale problema (79).

## 2.2 L'approccio tradizionale in termini di elasticità.

Per stabilità del mercato dei cambi esteri s'intende, in genere, la stabilità statica del mercato in cui viene domandata ed offerta valuta straniera contro valuta locale (80). In analogia con il mercato di una qualsiasi merce, si procede a costruire le curve di domanda e di offerta di una valuta contro l'altra ed a discutere le ipotesi che possono rendere instabile il punto di intersezione di dette curve (81). Tradizionalmente, si suppone che la domanda di valuta

(78) Si veda quanto detto alla sez. 1.4 e, più avanti, alla sez. 2.4.

(79) Una valutazione comparata dei metodi di pareggiamento della bilancia dei pagamenti esula, del pari, dagli intendimenti del presente saggio. Per una trattazione del problema da tale punto di vista, si considerino, ad esempio, S. S. ALEXANDER, *Devaluation versus Import Restrictions as an Instrument for Improving the Foreign Balance*, IMF Staff Papers, vol. I, n. 3, aprile 1951, pp. 379-396, J. E. MEADE, *A Geometrical Representation of Balance of Payments Policy*, « *Economica* », New Series, vol. XVI, n. 64, novembre 1949, pp. 305-320, G. H. JOHNSON, *Towards a General Theory of the Balance of Payments*, cit. pp. 167-168, M. F. W. HEMMING e W. M. CORDEN, *Import Restriction as an Instrument of Balance-of-Payments Policy*, « *The Economic Journal* », vol. LXVIII, n. 3, settembre 1958, pp. 483-510.

(80) La dizione « stabilità statica » sta ad indicare che si prescinde dal considerare tale stabilità in un contesto in cui il tempo figuri esplicitamente come velocità di adattamento delle variabili. In termini analitici, la stabilità statica dipende esclusivamente dalla forma e dalla posizione delle curve (parametri statici) e non dalla velocità di adattamento delle variabili (parametri dinamici). Per una formulazione del problema si veda, ad es., G. STUVEL, *The Exchange Stability Problem*, Basil Blackwell, Oxford, 1951, in modo particolare cap. I, pp. 1-25. E. SOHMEN, *Flexible Exchange Rates*, cit., p. 5, esplicitamente qualifica la stabilità come « statica »; di solito l'aggettivo è omissso.

(81) Non è possibile, in questa sede, fornire una lista adeguata della letteratura sull'argomento. Riferimenti bibliografici rappresentativi si trovano in G. STUVEL, *The Exchange Stability Problem*, cit., pp. 241-242 ed in E. SOHMEN, *Flexible Exchange Rates*, cit., p. 5, note 5 e 6. Si aggiungano, F. MACHLUP, *The Theory of Foreign Exchanges*, « *Economica* », New Series, vol. VI, novembre 1939, pp. 375-397, ristampato in H. S. ELLIS e L. A. METZLER eds., *Readings in International Trade Theory*, cit., pp. 104-158, G. HABERLER, *The Market for Foreign Exchange and the Stability of the Balance of Payments*, « *Kyklos* », vol. III,

estera promani dall'acquisto di merci prodotte all'estero (importazioni) e l'offerta, dalla vendita all'estero di merci prodotte all'interno (esportazioni). Tale domanda e tale offerta sono, in prima istanza, funzione del prezzo, in moneta locale, che consumatori e produttori sborsano (od incassano) per ottenere (o per cedere) una unità di importazioni (od esportazioni) e, solo mediamente, attraverso il tasso di cambio, dei prezzi in moneta estera. Le curve di domanda e di offerta di una moneta contro l'altra devono, per contro, essere espresse in funzione del tasso di cambio. Si è perciò presentato il problema, di una certa complessità formale, del passaggio dal primo al secondo tipo di funzione (82). Si scelga di lavorare in valuta del paese del quale si desidera studiare la stabilità del mercato dei cambi (il paese  $A$ , degli schemi precedenti) (83). Siano  $p_X$  e  $p_M$  i prezzi, in valuta locale, di un'unità, rispettivamente, di esportazioni e di importazioni (84). Siano  $X$  e  $M$  le quantità fisiche di esportazioni e di importazioni. Sia  $e_h$  = elasticità di domanda di importazioni,  $e_f$  = elasticità di domanda di esportazioni (dal paese  $A$  al paese  $B$ ),  $o_h$  = elasticità di offerta di esportazioni ed  $o_f$  = elasticità di offerta di importazioni.  $e_h$  ed  $o_h$  sono funzione del prezzo in moneta locale, mentre  $e_f$  ed  $o_f$  sono funzione del prezzo in valuta estera. Inizialmente, si assume un tasso di cambio eguale all'unità (85) (86).

1949, fasc. 3, pp. 193-218, ed E. SCHNEIDER, *De l'influence du taux de change sur la balance des paiements*, « Bulletin d'Information et Documentation », Banque Nationale de Belgique, vol. II, n. 6, dicembre 1957, pp. 473-479.

(82) A giudizio di chi scrive, una chiara formulazione si trova in G. HABERLER, *The Market for Foreign Exchange*, cit., pp. 200-202. Si veda anche E. SOHMBEN, *Flexible Exchange Rates*, cit., pp. 3-4.

(83) Questa via è seguita, ad esempio, dalla sig.ra Robinson. Si veda J. ROBINSON, *The Foreign Exchanges*, in *Essays in the Theory of Employment*, Basil Blackwell, Oxford, ed. 2<sup>a</sup>, 1947, ristampato in H. S. ELLIS e L. A. METZLER, eds., *Readings in International Trade Theory*, cit., pp. 83-103. Altri preferiscono operare in termini di valuta estera. Si veda, ad esempio, E. SOHMBEN, Appendice D del volume di C. P. KINDLEBERGER, *International Economics*, Irwin, Homewood, Ill., 1958, pp. 610-612. Nel passare da variazioni del saldo della bilancia in termini di valuta locale, a variazioni del saldo in termini di valuta estera, è necessario prestare attenzione a certi possibili effetti. Si veda, più oltre, p. 47, nota 92.

(84) Viene adottata la semplificazione di ridurre in unità rappresentative, attraverso un procedimento di numeri indici, l'insieme delle esportazioni e delle importazioni.

(85) Per pura semplicità. Operare con variazioni relative (elasticità), rende, infatti, indipendenti dal valore della base di partenza.

(86) Il tasso di cambio è espresso in numero di unità di moneta locale per unità di moneta estera.

Si supponga una variazione percentuale  $k$  positiva (svalutazione) del tasso di cambio. Le quattro elasticità sono espresse dai sistemi (87) (88):

$$[5] \begin{cases} o_h = \frac{dX}{X} / \frac{dp_X}{p_X} \\ e_f = \frac{dX}{X} / k - \frac{dp_X}{p_X} \end{cases} \quad [6] \begin{cases} o_f = - \frac{dM}{M} / k - \frac{dp_M}{p_M} \\ e_h = - \frac{dM}{M} / \frac{dp_M}{p_M} \end{cases}$$

Il problema della stabilità del mercato dei cambi esteri del paese  $A$  consiste, quindi, nel determinare sotto quali condizioni — espresse in funzione dei parametri  $X$ ,  $M$ ,  $p_X$ ,  $p_M$ ,  $k$  e delle quattro elasticità — una svalutazione della moneta locale rispetto a quella estera ( $k > 0$ ), porta ad un miglioramento (diminuzione del deficit od aumento dell'eccedenza) della bilancia dei pagamenti. Espressa

(87) Il simbolo  $d$  indica una variazione; ad esempio,  $dX$  è una variazione della quantità di esportazioni. Essendo  $e_f$  ed  $o_f$  funzione del prezzo in moneta estera, il denominatore delle due frazioni rappresenta la variazione del prezzo, in moneta estera, delle esportazioni e delle importazioni di  $A$  al variare del tasso di cambio. Il nuovo tasso di cambio è  $1+k$ . Il nuovo prezzo delle esportazioni in moneta estera, tenendo conto della variazione indotta dall'aumento di domanda, è

$$(1-k)(p_X + dp_X)$$

(il prezzo in moneta estera delle esportazioni dal paese  $A$  diminuisce in seguito alla svalutazione). La variazione relativa di tale prezzo è (trascurando il termine risultante dal prodotto delle due variazioni)

$$\frac{p_X - (1-k)(p_X + dp_X)}{p_X} = k - \frac{dp_X}{p_X}$$

Similmente, la variazione del prezzo in moneta estera delle importazioni risulta  $k - \frac{dp_M}{p_M}$ .

(88)  $e_f$  ed  $o_f$  presentano un'anormalità di segno. Infatti,  $e_f$  (elasticità di domanda) ha segno positivo ed  $o_f$  (elasticità di offerta) segno negativo. L'anormalità, tuttavia, è solo apparente, dipendendo dall'aver invertito i segni dei denominatori

$$k - \frac{dp_X}{p_X} \quad e \quad k - \frac{dp_M}{p_M}$$

Come indicato alla nota (87), la variazione dei prezzi in valuta estera è stata calcolata detraendo, dal prezzo iniziale, quello nuovo ottenuto in seguito alla variazione del tasso di cambio. Tale procedimento, seguito per semplificare certi passaggi successivi, fa cambiare il segno alla variazione rispetto alla quale vengono, d'abitudine, espressi i coefficienti di elasticità. Normalmente, infatti, la variazione è ottenuta sottraendo il vecchio prezzo dal nuovo.

in moneta locale, la variazione del saldo della bilancia di  $A$  ( $\Delta_{A_h}$ ) è (trascurando i termini risultanti dal prodotto di due variazioni)

$$[7] \quad \Delta_{A_h} = (Xdp_X + p_X dX) - (Mdp_M + p_M dM)$$

Per esprimere  $\Delta_{A_h}$  in funzione dei soli parametri e delle elasticità, è necessario risolvere i due sistemi [5] e [6]. Il primo, rispetto alle incognite  $dX$  e  $dp_X$ ; il secondo, rispetto a  $dM$  e  $dp_M$  (89). Ottenute le soluzioni, si sostituiscono nella [7]. Ne risulta

$$[8] \quad \Delta_{A_h} = k \left[ Xp_X \frac{e_f(1 + o_h)}{e_f + o_h} - Mp_M \frac{o_f(1 - e_h)}{o_f + e_h} \right] \quad (90)$$

La condizione di stabilità è che  $\Delta_{A_h} > 0$ . Dato che  $k > 0$ , l'espressione in parentesi del secondo membro della [8] deve essere positiva. Se  $Xp_X = Mp_M$  (valore delle esportazioni uguale al valore delle importazioni), la condizione si semplifica nella seguente

$$\Delta_{A_h} > 0 \quad \text{se} \quad \frac{e_f(1 + o_h)}{e_f + o_h} / \frac{o_f(1 - e_h)}{o_f + e_h} > 1 \quad (91)$$

La [8] è abbastanza generale per tener conto delle situazioni in cui  $Xp_X \neq Mp_M$  (bilancia non in pareggio). Tuttavia, in tali casi,

(89) I sistemi [5] e [6] sono lineari. Infatti, possono essere scritti

$$[5] \quad \begin{cases} o_h X \cdot dp_X - p_X \cdot dX = 0 \\ e_f X \cdot dp_X + p_X \cdot dX = X \cdot p_X \cdot e_f \cdot k \end{cases}$$

$$[6] \quad \begin{cases} e_h M \cdot dp_M + p_M \cdot dM = 0 \\ o_f M \cdot dp_M - p_M \cdot dM = M \cdot p_M \cdot o_f \cdot k \end{cases}$$

(90) La [8] è identica alla formula ottenuta dalla sig.ra Robinson. Cfr. J. ROBINSON, *The Foreign Exchanges*, cit. pp. 90-91, nota 68.

(91) Se si ipotizza che  $o_f$  e  $o_h$  siano infinite, cioè che i due paesi forniscono le rispettive esportazioni a prezzi costanti, la condizione, nel caso di bilancia in pareggio, diviene

$$e_f + e_h > 1$$

(condizione di Marshall-Lerner). Si veda, ad esempio, E. SOHMEN, Appendice D, in C. P. KINDLEBERGER, *International Economics*, cit., pp. 610-612.

non è sufficiente a determinare la variazione del saldo della bilancia di  $A$  in valuta estera (92) (93).

La validità dell'analisi precedente dipende dal significato dei quattro coefficienti di elasticità. Quando si esprime un concetto di elasticità, certi fattori sono, necessariamente, tenuti costanti. Senza sollevare controversie, che esulano dagli intendimenti del presente articolo, sono noti quali fattori s'intendono costanti nella analisi tradizionale di un mercato di un singolo bene (94). È lecito, però, applicare al mercato dei cambi esteri le stesse considerazioni relative al mercato di un singolo bene? Da tempo, alcuni autori

(92) Sia  $\Delta_{A_f}$  la variazione del saldo della bilancia di  $A$  in moneta estera. È

$$\Delta_{A_f} = \frac{A_h + \Delta_{A_h}}{1 + k} - A_h,$$

dove  $A_h$  è il saldo precedente in moneta locale. Se la bilancia è inizialmente in pareggio,

$$A_h = 0 \quad \text{e} \quad \Delta_{A_f} = \frac{\Delta_{A_h}}{1 + k}$$

per qualsiasi  $k$ ,  $\Delta_{A_f}$  e  $\Delta_{A_h}$  variano nella stessa direzione. Se però, ad esempio,  $A_h > 0$  (eccedenza iniziale), è  $\Delta_{A_f} < 0$  se  $A_h > \frac{A_h + \Delta_{A_h}}{1 + k}$ , cioè se  $k > \frac{\Delta_{A_h}}{A_h}$ . In altri termini, il saldo della bilancia in valuta estera peggiora, se il saldo in valuta locale migliora in misura meno che proporzionale della variazione del tasso di cambio. Quando si considera il saldo in valuta estera, il criterio nel testo ([8], pag. 46), diventa:

$$\left[ Xp_X \frac{e_f(1 + o_h)}{e_f + o_h} - Mp_M \frac{o_f(1 - e_h)}{o_f + e_h} \right] > Xp_X - Mp_M$$

Gli affinamenti del criterio in tale direzione sono attribuibili, in particolar modo, a A. O. HIRSCHMAN, *Devaluation and the Trade Balance*, « The Review of Economics and Statistics », vol. XXI, n. 1, febbraio 1949, pp. 50-53 e E. SCHNEIDER, *De l'influence ecc.*, cit.

(93) Sul mercato dei cambi interessa maggiormente la variazione del saldo in valuta estera. Tuttavia, a giudizio di chi scrive, è preferibile giungere a tale saldo in forma indiretta, attraverso il saldo in valuta nazionale. Il procedimento ha il vantaggio di porre il saldo stesso in relazione con le scelte dei produttori e dei consumatori, scelte che sono basate sui prezzi in moneta locale.

(94) A titolo indicativo, si vedano M. FRIEDMAN, *The Marshallian Demand Curve*, « The Journal of Political Economy », vol. LVII, n. 6, dicembre 1949, pp. 463-495, ristampato in *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, 1953, pp. 47-99 e J. ROBINSON, *Rising Supply Price*, « *Economica* », New Series, vol. VIII, n. 29, 1941, pp. 1-8, ristampato, con qualche variazione, in G. J. STIGLER e K. E. BOULDING, eds., *Readings in Price Theory*, Allen and Unwin, Londra, 1951, pp. 233-241.

hanno avuto dubbi al riguardo (95). In concreto, tuttavia, sino a che si è compiuta l'assimilazione del mercato dei cambi a quello di un singolo bene, la possibilità di esistenza di posizioni di equilibrio instabile è apparsa poco plausibile (96). L'analisi dell'equilibrio generale del Prof. Hicks ha rafforzato tale convinzione, in quanto, come è noto, si è potuto tener conto degli effetti di reddito generati da una variazione dei prezzi (97). Tali effetti sono rappresentati dalle variazioni del reddito reale di un certo soggetto economico in seguito ad una variazione dei prezzi dei beni che acquista (o vende), quando il suo reddito monetario complessivo è supposto costante (98). Se il sistema economico opera secondo le caratteristiche del modello « classico » (99), i soli possibili effetti di reddito sono quelli hicksiani. Quando tali caratteristiche non sono più soddisfatte, nel modello appaiono effetti di reddito che non è possibile ricondurre allo schema hicksiano. Ogni qual volta una variazione dei prezzi genera una variazione del reddito monetario complessivo e quest'ultima mette in movimento processi cumulativi, lo schema hicksiano non è più applicabile. Entrano in gioco nuovi parametri, come le propensioni ad investire, a consumare, a tesoreggiare, ecc. I coefficienti di elasticità delle esportazioni e delle importazioni non possono tener conto di tali effetti, a meno di perdere ogni possibilità di essere assimilati, nella grandezza e nel comportamento, a quelli di un mercato di un qualsiasi bene. Si possono immaginare elasticità « totali » le quali tengono

(95) Si vedano, ad esempio, T. BALOGH e P. P. STREETEN, *The Inappropriateness of « Simple » Elasticity Concepts in the Analysis of International Trade*, Bulletin of the Oxford Institute of Statistics, vol. XIII, n. 3, marzo 1951, pp. 65-77.

(96) Il dibattito sul probabile valore numerico dei coefficienti di elasticità è di vecchia data. Alfred Marshall espresse con vivacità l'opinione che l'equilibrio fosse stabile. Egli scrisse testualmente: « ... (un equilibrio instabile) non è inconcepibile (in teoria), ma è (in realtà) del tutto impossibile... » (il corsivo non è nel testo). Cfr. A. MARSHALL, *Money, Credit and Commerce*, MacMillan, Londra, 1923, app. J., p. 354. In seguito, i partecipanti al dibattito sono stati numerosi. Gli avversari della posizione marshalliana hanno dato vita ad una corrente di pensiero (*elasticity pessimism*), che ha avuto una certa influenza nella formulazione delle politiche dei cambi esteri negli anni seguenti la seconda guerra mondiale. Per riferimenti bibliografici si veda E. SOHMEN, *Flexible Exchange Rates*, cit., p. 6, nota 66.

(97) Cfr. J. R. HICKS, *Value and Capital*, Oxford U.P., 1939, cap. II, pp. 26-37.

(98) Questa condizione è essenziale all'analisi; cfr., J. R. HICKS, *Value and Capital*, cit., cap. I, p. 11 e p. 16 « ... a given income... », cap. II, p. 29 « ... Income is now to be taken as fixed... », p. 31 « ... it raises his "real income"... ».

(99) Si veda più indietro parte I, sez. 1.2.

conto di tali effetti, ma nulla può essere detto, su di esse, per analogia con le « comuni » elasticità di domanda e di offerta di una certa merce.

### 2.3 Gli effetti di reddito non-hicksiani.

Il problema degli effetti di reddito non-hicksiani va trattato nel quadro della teoria generale della bilancia dei pagamenti (100). Secondo tale teoria, il saldo della bilancia dei pagamenti è uguale al totale del reddito (Y), meno il totale della spesa (assorbimento) (S). In termini di variazioni risulta

$$\Delta_A = \Delta Y - \Delta S \quad (101)$$

Un miglioramento della bilancia dei pagamenti in seguito ad una variazione del tasso di cambio (svalutazione), può aver luogo attraverso un aumento di Y, che non sia più che compensato (102) da un aumento di S; oppure attraverso una diminuzione di S, la quale non comporti una anche maggiore diminuzione di Y. Gli effetti di reddito non-hicksiani, possono essere divisi in due gruppi: quelli che agiscono sul (ed attraverso il) reddito e quelli che influenzano direttamente il livello della spesa, a parità di reddito stesso. Al primo gruppo appartengono: l'effetto risorse inutilizzate, l'effetto redistribuzione degli impieghi delle risorse e l'effetto variazione delle ragioni di scambio (*terms of trade*). Al secondo, l'effetto saldi monetari, l'effetto di redistribuzione del reddito, l'effetto di illusione monetaria ed altri minori. Nel presente saggio, data la

(100) Cfr. H. G. JOHNSON, *Towards a General Theory of the Balance of Payments*, cit., S. S. ALEXANDER, *Effects of a Devaluation on a Trade Balance*, cit., F. MACHLUP, *Relative Prices and Aggregate Spending in the Analysis of Devaluation*, « The American Economic Review », vol. XLV, n. 3, giugno 1955, pp. 255-278 e gli accenni forniti alla sez. 2.1, p. 41, nota 70.

(101) In prima approssimazione, tale relazione è valida sia in termini reali che in termini monetari. Cfr., esplicitamente, S. S. ALEXANDER, *Effects of a Devaluation ecc.*, cit., p. 266 e F. MACHLUP, *Relative Prices ecc.*, cit., p. 259. In un modello in cui i prezzi sono variabili, tale identificazione presenta qualche difficoltà.

(102) La relazione tra variazione di reddito e variazione indotta della spesa, è espressa dalla propensione marginale a spendere (s). Tale propensione comprende, oltre quella a consumare, quella ad investire e può, quindi, essere maggiore dell'unità.

loro maggiore importanza, vengono considerati solo gli effetti del primo tipo; per quelli del secondo tipo, si rimanda ai lavori di Alexander e Machlup più volte citati.

#### *Effetto risorse inutilizzate.*

Se il paese che svaluta ha risorse produttive inutilizzate, esse possono essere impiegate nelle industrie che producono beni di esportazione e beni concorrenti con quelli di importazione; settori resi più profittevoli dall'aumento di domanda. L'effetto sulla bilancia dei pagamenti è dato da  $(1-s) \Delta Y$ . Come detto alla nota 102, tale effetto può essere negativo (se  $s > 1$ ).

#### *Effetto redistribuzione degli impieghi produttivi.*

Anche quando l'effetto risorse inutilizzate è nullo (pieno impiego), si può avere un aumento di reddito, se la svalutazione consente un uso più produttivo delle risorse. Ciò è assai probabile, dato che, sovente, la supervalutazione di una moneta si accompagna a controlli e divieti atti a contenere il conseguente effetto negativo sulla bilancia dei pagamenti. Eliminata la supervalutazione, è possibile eliminare anche controlli e divieti ed impiegare le risorse in modo più produttivo. Tuttavia, tale effetto non è certo, essendo parimenti concepibile la situazione inversa. Una svalutazione attuata, ad esempio, a scopo concorrenziale, determina un uso meno produttivo delle risorse. Comunque, l'effetto sulla bilancia dei pagamenti dipende, come nel caso precedente, dalla grandezza del coefficiente  $s$ .

#### *Effetto variazione ragioni di scambio (terms of trade) (103).*

Il problema dell'effetto variazione ragioni di scambio è più complesso, in quanto si tratta, per prima cosa, di derivare il criterio di variazione dei « terms of trade » in seguito ad una variazione del tasso di cambio, indi determinare gli effetti iniziali di una

(103) Si tratta delle ragioni di scambio nette ("net" o "commodity" terms of trade), ossia del rapporto tra i prezzi internazionali delle merci esportate ed importate. In assenza di ostacoli allo scambio (costi di trasporto, tariffe, ecc.), tale rapporto è uguale, in equilibrio, al rapporto tra i prezzi interni.

variazione dei « terms of trade » sul reddito e sulla bilancia dei pagamenti, e, per ultimo, gli effetti sulla bilancia dei pagamenti indotti dalla variazione primaria del reddito. Il criterio per determinare il segno della variazione dei « terms of trade » in conseguenza di una variazione del tasso di cambio è il seguente: la ragione di scambio del paese che svaluta la propria moneta peggiora, resta immutata, o migliora a seconda che il prodotto delle elasticità di offerta di esportazioni e di importazioni è maggiore, eguale, o minore del prodotto delle corrispondenti elasticità di domanda. In simboli, la ragione di scambio del paese che svaluta peggiora, resta immutata, o migliora a seconda che è  $o_f \cdot o_h \cong e_f \cdot e_h$  (104). La maggioranza degli economisti ritiene più probabile un peggioramento della ragione di scambio per il paese che attua la svalutazione (105). Accettando, in linea di principio, tale risultato, ne segue che, inizialmente (106), si avrà una riduzione del reddito

(104) Cfr. J. ROBINSON, *Beggar-My-Neighbour Remedies for Unemployment*, in *Essays on the Theory of Employment*, cit., Parte III, cap. 2, ristampato in H. S. ELLIS e L. A. METZLER, eds., *Readings in the Theory of International Trade*, Allen and Unwin, Londra, 1950, pp. 393-407. Il criterio si trova a pag. 400, nota 17. Usando i simboli della sezione 2.2, la ragione di scambio netta è

$$\frac{p_X}{p_M}$$

Un peggioramento di tale ragione di scambio è esprimibile, come segno, da

$$\frac{dp_M}{p_M} - \frac{dp_X}{p_X} > 0.$$

In altri termini, la ragione di scambio peggiora quando il prezzo delle importazioni aumenta in proporzione maggiore di quello delle esportazioni. Ricavando

$$\frac{dp_M}{p_M} \cdot \frac{dp_X}{p_X}$$

dai sistemi [5] e [6], più indietro p. 45 (trascurando i termini risultanti dal prodotto di due variazioni), si trova

$$\frac{dp_M}{p_M} - \frac{dp_X}{p_X} = k \left[ \frac{o_f}{e_h} - \frac{e_f}{o_h} \right],$$

da cui si trae il criterio indicato nel testo.

(105) Si veda, F. MACHLUP, *The Terms-of-Trade Effects of Devaluation Upon Real Income and the Balance of Trade*, « *Kyklos* », vol. IX, 1956, fasc. 4, pp. 417-420. È sufficiente che una delle elasticità di offerta sia infinita per rendere il risultato non ambiguo.

(106) Prima che abbiano luogo i processi moltiplicativi determinati dalla variazione del reddito.

del paese che svaluta, ed un peggioramento della sua bilancia dei pagamenti (107). La variazione del reddito determina, indi, attraverso un processo moltiplicativo, una variazione della spesa interna. Normalmente (quando  $s < 1$ ), la variazione della spesa interna, è minore di quella del reddito; in ogni caso, tuttavia, essa tende a contrastare la deteriorazione iniziale della bilancia dei pagamenti.

#### 2.4 L'inadeguatezza dell'analisi quando le variazioni del tasso di cambio sono dovute a movimenti di fondi liquidi.

Elasticità e propensioni determinano il risultato di una svalutazione sulla bilancia dei pagamenti e, quindi, la stabilità o l'instabilità del mercato dei cambi (108). L'analisi, tuttavia, non tiene sufficientemente conto della diversità dei fattori che possono determinare una variazione del tasso di cambio. Quando tale variazione è dovuta a fattori reali, come ad esempio, un diverso andamento della produttività e del reddito, l'assestamento della bilancia è, in linea di massima, raggiunto attraverso il mercato delle esportazioni e delle importazioni. Per conseguenza la precedente analisi è applicabile. Diversamente, quando in un regime di cambi flessibili, le variazioni del tasso di cambio sono dovute a trasferimenti di fondi liquidi, il solo mercato che inizialmente risente del movimento, è il mercato monetario (109). In tal caso i fattori equilibratori della

(107) S. S. ALEXANDER, *The Effects of a Devaluation*, ecc., cit., ha, in origine, sostenuto che l'intera diminuzione del reddito si traduce in un peggioramento della bilancia dei pagamenti. È stato, per questo, criticato da F. MACHLUP, *The Terms-of-Trade Effects*, ecc., cit., il quale ha mostrato che l'affermazione di Alexander è valida solo nell'ipotesi in cui il paese che svaluta aumenta il suo indebitamento verso l'estero dell'intero ammontare della riduzione del reddito. In tal modo si elimina ogni immediato aggiustamento della spesa interna e tutta la variazione si scarica sulla bilancia dei pagamenti.

(108) Quando tutti i parametri sono noti, il risultato è perfettamente definito. In generale, tuttavia, l'esito di una svalutazione è incerto. Le elasticità sembra lavorino nella giusta direzione. Se il coefficiente  $s$  è minore dell'unità, gli effetti risorse inutilizzate e redistribuzione degli impieghi produttivi, operano in senso stabilizzante; l'effetto variazione della ragione di scambio, in senso destabilizzante (se  $s > 1$ , il contrario). Da un punto di vista congetturale, si può ritenere che i primi due effetti siano più importanti del terzo (questo è senz'altro vero nel periodo lungo; ma nel breve?) e che, quindi, gli effetti di reddito non-hicksiani sono destabilizzanti solo in periodo di espansione (quando è probabile che  $s > 1$ ). La base di tale affermazione è, comunque, assai incerta.

(109) Gli effetti risorse inutilizzate e redistribuzione degli impieghi produttivi, in precedenza descritti, sono anch'essi condizionati dalle reazioni del mercato monetario. Tendendo a produrre un aumento di reddito, la loro estrinsecazione richiede un corrispondente aumento

bilancia dei pagamenti vanno ricercati in altre due direzioni. La prima riguarda la possibilità di operare sostituzioni tra stocks e flussi sul mercato monetario e sul mercato finanziario (110). La seconda si riferisce alla possibilità di manovrare il tasso di cambio in modo da indurre le banche ad operare spostamenti di fondi in senso contrario a quello degli speculatori privati. In tal guisa, una parte dell'aggiustamento della bilancia dei pagamenti viene riversata sul conto capitale. Rispetto all'analisi di tali possibilità, la teoria della stabilità del mercato dei cambi esteri, così come la teoria del « transfer », non è del tutto adeguata.

#### Conclusioni.

La teoria del « transfer » e le condizioni di stabilità del mercato dei cambi esteri sono state esaminate in vista di un possibile utilizzo nell'analisi dei trasferimenti internazionali di fondi liquidi e della capacità di agire su questi ultimi attraverso variazioni del tasso di cambio. In entrambi i casi, le teorie esistenti sono risultate inadeguate. Ciò non sorprende, nè significa una incondizionata posizione critica verso gli autori che hanno contribuito a formularle. In economia, gli strumenti teorici hanno validità relativa e non assoluta. La loro efficacia interpretativa, anche quando lo schema è formalmente corretto e coerente nel suo interno, è limitata a quei fenomeni, storicamente e istituzionalmente condizionati, dalla cui osservazione gli strumenti stessi hanno avuto origine. Nel caso del « transfer », ad esempio, la teoria è perfettamente adeguata a trattare problemi come il pagamento di riparazioni di guerra od il flusso di capitali a lungo termine. Al contrario, è di scarsa utilità per determinare il miglior comportamento da seguire in occasione di spostamenti di liquidità privata. L'approfondimento critico delle teorie esistenti ha messo in evidenza le direzioni di

di liquidità. La loro efficacia dipende, quindi, dal ritmo di espansione di quest'ultima. Si noti che, se la svalutazione è attuata con lo scopo di aumentare il reddito, è interesse delle autorità monetarie favorire la maggiore possibile espansione della liquidità; al contrario, se la svalutazione mira alla riduzione di un deficit, essa è accompagnata da una restrizione della liquidità stessa, al fine di ridurre  $s$ . Anche rispetto ai problemi tradizionali, l'analisi non tiene, perciò, sufficientemente conto dei fattori monetari. Cfr., F. MACHLUP, *Relative Prices* ecc., cit., pp. 273-274 e nota 29, p. 273.

(110) Un cenno a tali sostituzioni si trova alla sez. 1.4.

sviluppo dell'analisi. È necessario, in primo luogo, tener conto del mercato monetario e di quello finanziario. In secondo luogo, vagliare quali sostituzioni si prestino maggiormente, per rapidità ed efficacia, a contrastare, su tali mercati, gli effetti di « transfers » di fondi liquidi. In terzo luogo determinare quali strumenti risultano più idonei ad indurre tali sostituzioni. Tra essi, come può intendersi dalla trattazione della Parte II, è preminente la possibilità di variare il tasso di cambio. Chi scrive ha motivo di sperare che la valutazione critica delle teorie esistenti, la quale esaurisce gli scopi del presente saggio, non risulti inutile per la formulazione di tali nuovi strumenti concettuali.

BRUNO CUTILLI