BRUNO CUTILLI E GIANCARLO GANDOLFO

FLESSIBILITA' LIMITATA E CAMBI OSCILLANTI

SOMMARIO: PREMESSA. — PARTE I: *Classificazione descrittiva.* - I.1. Parità mobili. - I.2. Ampliamento dei margini di oscillazione. - I.3. Cambi oscillanti. - I.4. Fluttuazione spuria. — PARTE II: *Esame comparativo dei vari regimi.* - II.1. Effetti sugli scambi internazionali e sui movimenti di capitale a lungo termine. — II.2. Aggiustamento degli squilibri e trasmissione internazionale delle perturbazioni. - II.3. Speculazione. - II.4. Liquidità. - II.5. Vincoli posti alla politica economica. — CONCLUSIONI.

Premessa.

Numerosi sono i problemi che il sistema monetario internazionale deve affrontare per adeguarsi ai tempi e mantenere la sua vitalità; tra essi conserva rilevanza la scelta di un appropriato regime di tassi di cambio. Nel corso degli ultimi anni si è constatato come la pressione intellettuale da tempo esercitata, in massima parte da circoli accademici, per l'abbandono di un rigido « adjustable peg » e a favore di un qualche meccanismo di flessibilità (più o meno limitata e più o meno controllata) sia stata confermata dalla forza degli avvenimenti. Si può quindi supporre che, per quanto riguarda il prevedibile futuro, i tassi di cambio godranno di una qualche forma di flessibilità. Tuttavia non v'è autore, né portavoce ufficiale, che non attribuisca al concetto di flessibilità caratteristiche e modalità operative diverse. Né meno frequenti sono le imprecisioni terminologiche in un campo dove nuovi concetti sono stati trasfusi entro vecchi termini e dove la creazione di neologismi non sempre ha rispettato priorità temporali ed esigenze logiche.

Abbiamo perciò ritenuto opportuno dedicare la prima parte della relazione ad una classificazione descrittiva dei regimi di tassi di cambio e flessibilità limitata sino ad ora esplicitamente proposti od implicitamente discussi. Le categorie, con rispettive varianti, sono risultate le seguenti:

a) parità mobili. Varianti: la mobilità può essere discrezionale, automatica o presuntiva;

b) ampliamento dei margini di oscillazione intorno alla parità o tasso centrale. Varianti: la parità o il tasso centrale possono essere aggiustabili in modo discontinuo, oppure in modo continuo secondo le modalità di cui sopra *sub a*);

c) cambi oscillanti. Nessuna variante;

d) fluttuazione spuria. Varianti: interventi ufficiali più o meno « concertati » tra i vari paesi.

Nella seconda parte della relazione sono esposti ed applicati i criteri di valutazione necessari per un'adeguata disamina comparativa dei vari regimi suelencati. I criteri scelti sono i seguenti (1):

1) effetti sugli scambi internazionali e sui movimenti di capitale a lungo termine;

2) aggiustamento degli squilibri e trasmissione internazionale delle perturbazioni;

3) speculazione;

4) fabbisogno di liquidità;

5) vincoli posti alla politica economica interna.

La relazione si conclude, come era da attendersi, con una dichiarazione a favore dell'adozione di un regime di cambi oscillanti.

Parte I - *Classificazione descrittiva.*

I.1. *Parità mobili* (dizione inglese: crawling peg; gliding parities; sliding parities; shiftable parities).

La prima formulazione compiuta di un sistema di parità mobili sembra da attribuirsi a Meade (1964), per quanto lo stesso Meade, in un lavoro successivo (1966) faccia riferimento, per l'idea orginale, ad un articolo non firmato di Black apparso sull'Economist nel 1961. L'idea è stata poi ripresa da altri autori (Williamson, 1965; Murphy, 1965; Cooper, 1969, etc.).

In luogo dei movimenti discreti, attuati secondo l'allora vigente « adjustable peg », il sistema delle parità mobili prevede, ove necessario, un graduale aggiustamento della parità. Il mar-

(1) L'ordine di elencazione dei criteri non implica alcuna graduazione dell'importanza dei criteri stessi.

gine di oscillazione del tasso di cambio, invece, viene mantenuto entro limiti ristretti (in genere ± 1 %). La parità può variare nel corso di un predeterminato periodo di tempo, ad esempio un anno, di un certo prefissato ammontare, di solito il 2-3 %. La variazione è soggetta, oltre al limite annuale, appena citato, ad un limite di periodo breve, mensile od addirittura settimanale, non cumulabile. In altre parole, se la variazione massima consentita annualmente fosse poniamo del 2 %, la variazione massima mensile non dovrebbe superare 1/6 dell'1 % e quella settimanale 1/26 dell'1 %. La non cumulabilità si estrinseca nella circostanza che se in un certo mese (o in una certa settimana) non si è proceduto ad alcuna variazione, non è possibile ricuperare la variazione stessa raddoppiando, ad esempio, quella del mese o della settimana successivi (2).

La proposta di adozione di un sistema di parità mobili presenta alcune varianti le quali si differenziano secondo due aspetti principali:

a) modalità di variazione della parità;

b) « indicatori » cui riferirsi per evidenziare la necessità di variazione.

Con riferimento al primo aspetto, esso dà luogo alle tre varianti già elencate nella Premessa e che possono ora essere così specificate:

a_1) *Versione discrezionale.* Le autorità monetarie nazionali mantengono piena libertà di scelta circa le variazioni della parità e possono, al limite, decidere di non variare la parità medesima pur ricorrendone le condizioni, oppure di variarla anche se non ve ne sia necessità.

a_2) *Versione automatica.* Le autorità monetarie si impegnano ad effettuare la variazione della parità se e soltanto se certi indicatori ne manifestano l'esigenza ed eventualmente nella misura dettata dagli indicatori stessi (salvo il rispetto dei limiti sopra esposti circa l'ampiezza della variazione massima). Si tratta, in ultima analisi, di stabilire una formula ed applicarne il risultato.

---

(2) Si osservi che in nessuna delle proposte è specificato se ciascuna variazione è composta — cioè si applica alla variazione precedente — oppure è semplice — cioè si applica sempre alla parità iniziale.

a_3) *Versione presuntiva.* Rappresenta un compromesso tra le due precedenti. Le segnalazioni di certi indicatori costituiscono una presunzione per le variazioni della parità, ma questa presunzione può essere superata se le autorità monetarie dimostrano che vi sono buone ragioni per disattendere le segnalazioni stesse.

Quale che sia la versione accolta, i proponenti concordano sulla necessità di adeguare opportunamente i differenziali fra i saggi dell'interesse allo scopo di evitare flussi di capitale: se, ad esempio, una valuta si muove al ritmo massimo del 2 % annuo in senso svalutativo, occorre che il saggio dell'interesse sia mantenuto del 2 % al di sopra di quello in vigore in sede internazionale.

Venendo alla questione degli indicatori, numerosi sono stati quelli proposti, isolatamente o congiuntamente. Essi possono essere elencati sinteticamente nel seguente modo:

b_1) squilibrio (*deficit o surplus*) della bilancia dei pagamenti. Alcuni autori (ad esempio Meade, 1964, 1966) precisano che deve trattarsi di uno squilibrio che appare essere « continuativo ». A parte la difficoltà di stabilire quando uno squilibrio può essere considerato « continuativo » anziché temporaneo, esiste l'ulteriore difficoltà di stabilire quale dei possibili concetti di saldo della bilancia dei pagamenti è quello rilevante (3).

b_2) Variazione delle riserve (Cooper, 1969). A questo proposito non può essere trascurato il problema dei prestiti compensativi, cioè dei prestiti che sono contratti al solo scopo di irrobustire le riserve ufficiali. Se le riserve stesse non variano, o variano in modo meno accentuato, a causa di detti prestiti, è evidente che si dovrebbe prendere in considerazione la variazione « potenziale » anziché quella osservata. Un problema ulteriore

(3) Com'è noto, esistono vari concetti di (saldo della) bilancia dei pagamenti: bilancia merci e servizi, bilancia delle partite correnti, bilancia di base, bilancia della liquidità (lorda o netta), bilancia dei regolamenti ufficiali, ecc. A nostro avviso il concetto da usare dovrebbe dipendere dal tipo di aggiustamento che si vuole porre in essere con le parità mobili. Se tale regime è inteso essenzialmente ad ovviare a squilibri strutturali e di lungo periodo, l'indicatore dovrebbe essere costituito dalla bilancia di base se non addirittura dalla sola bilancia delle partite correnti. Ma se il regime in esame vuole essere anche un mezzo di aggiustamento agli squilibri di breve periodo, allora l'indicatore dovrebbe essere costituito dalla bilancia delle transazioni autonome, nella quale vanno « sopra la linea » le partite correnti nonché tutti i movimenti di capitale non compensativi. Nessun problema sorgerebbe, ovviamente, qualora ambedue gli indicatori puntassero nella medesima direzione; una non facile scelta si imporrebbe invece nel caso in cui tali indicatori fornissero segnali contrastanti. Pare in ogni caso opportuno, per evitare movimenti contrastanti dei cambi, che il saldo usato sia lo stesso per tutti i paesi.

sorge a proposito della scelta del concetto di « riserve » da adottare (4).

A prescindere da tale aspetto, c'è da chiedersi, parallelamente al caso dello squilibrio della bilancia dei pagamenti, se si deve trattare di una variazione continuativa oppure occasionale. In ogni caso, la variazione delle riserve verrebbe presa in considerazione solo nel caso che ecceda un dato limite, ad esempio un tanto per cento del livello « normale » delle riserve stesse.

b_3) media mobile dei tassi di cambio a pronti precedenti (Murphy, 1965; Black, 1966). La proposta è del tipo seguente. Ogni giorno le autorità monetarie dichiarano la parità calcolata come media mobile dei tassi di cambio verificatisi in precedenza; tale media può essere aritmetica (Murphy) o geometrica (Black). Giustamente Black osserva che è più opportuno usare la media geometrica dato che essa fornisce i medesimi risultati sia usando il prezzo della valuta x in termini della valuta y sia quello della valuta y in termini della valuta x (5).

---

(4) Anche il concetto di « riserve internazionali » di un paese non è univoco. Occorre infatti distinguere: *a*) riserve ufficiali lorde (oro, diritti speciali di prelievo, posizione di riserva sul FMI, valute convertibili), talora denominate « riserve ufficiali » tout court; *b*) riserve ufficiali nette, che si ottengono sottraendo dalle precedenti le passività a breve delle istituzioni monetarie centrali; *c*) posizione sull'estero delle istituzioni monetarie centrali, che si ottiene aggiungendo algebricamente alle riserve ufficiali nette la posizione sull'estero a medio e lungo termine delle istituzioni stesse; *d*) riserve nette (notare l'omissione dell'aggettivo « ufficiali), che sono costituite dalla somma algebrica della posizione sull'estero delle istituzioni monetarie centrali e della posizione netta sull'estero delle aziende di credito. L'uso dell'uno o dell'altro concetto dipende anche dal contesto istituzionale: in Italia, ad esempio, l'inclusione tra le riserve, sia pure non ufficiali, della posizione netta sull'estero delle aziende di credito è giustificata dal fatto che variazioni di tale posizione non sono effettuate ad arbitrio delle aziende di credito, bensì a seconda delle direttive delle autorità monetarie centrali, che dispongono in materia di ampi poteri di controllo. Anche per l'indicatore in esame pare opportuno, per evitare movimenti contrastanti dei cambi, che il concetto usato sia lo stesso per tutti i paesi.

(5) Ciò discende dalla circostanza che, mentre la radice del prodotto dei reciproci è uguale al reciproco della radice del prodotto dei valori originali, la somma dei reciproci *non* è uguale al reciproco della somma. Infatti, sia z_i il lasso di cambio nel periodo i della valuta x rispetto alla valuta y; allora $w_i = 1/z_i$ è il tasso di cambio della valuta y rispetto alla valuta x. Sia $\bar{z}$ il valore medio del cambio di x rispetto a y; il principio di coerenza richiede che il valore medio del cambio di y rispetto ad x sia $\bar{w} = 1/\bar{z}$. Solo la media geometrica e non quella aritmetica soddisfa tale criterio. Infatti:

$$\bar{z}_a = \frac{1}{n}\Sigma_i z_i\,; \qquad \bar{w}_a = \frac{1}{n}\Sigma_i \frac{1}{z_i} \neq 1 \Big/ \frac{1}{n}\Sigma_i z_i \qquad \text{cioè } \bar{w}_a \neq 1/\bar{z}_a$$

$$\bar{z}_g = \sqrt[n]{\Pi_i z_i}\,; \qquad \bar{w}_g = \sqrt[n]{\Pi_i \frac{1}{z_i}} = 1 \Big/ \sqrt[n]{\Pi_i z_i} \qquad \text{cioè } \bar{w}_g = 1/\bar{z}_g$$

Annunciata la parità come media geometrica dei tassi di cambio degli ultimi a anni (dove $a \gtreqless 1$), durante un certo giorno le autorità sono tenute a mantenere il tasso di cambio entro $\pm b$ (cioè $\pm 100\, b$ %) di tale parità. Il giorno successivo il comportamento è analogo a quello del giorno precedente col semplice spostamento in avanti dei termini della media mobile. Così operando, una valuta sotto continua pressione svalutativa può perdere di valore relativamente alle altre al ritmo massimo di $2b/a$ (cioè $200b/a$ %) all'anno. Se si adotta l'anno come periodo di calcolo della media, cioè $a = 1$ e si pone $b = 0{,}01$, il ritmo massimo della variazione della parità risulterebbe del 2 % annuo. Lo stesso risultato del 2 % annuo può essere ottenuto con valori diversi di a e di b. Tale indicatore sottostà alla versione automatica di cui sopra *sub* a_2). I fautori di questa versione pongono l'accento sulla circostanza che l'automaticità evita il pericolo, insito nella versione discrezionale, che le autorità monetarie, per ragioni di prestigio o altre, evitino di svalutare quando necessario o invece effettuino svalutazioni competitive (perpetuando quindi uno dei più vistosi inconvenienti dell'« adjustable peg »). In opposizione, i sostenitori della variante discrezionale *sub* a_1) sottolineando il fatto che ben difficilmente le autorità monetarie nazionali rinuncerebbero al loro potere di scelta per affidarsi ad una formula e che, comunque, i medesimi risultati che ci si propone di evitare adottando la formula automatica possono essere raggiunti mediante interventi sui tassi di cambio in modo da far sì che la formula fornisca i risultati desiderati. Ciò potrebbe essere evitato imponendo il divieto di intervento all'interno dei margini. Ma, a parte il fatto che ben pochi stati vorrebbero accettare una tale limitazione, rimane la possibilità di influenzare il tasso di cambio con altri mezzi. In definitiva, la versione presuntiva sembra la più accettabile.

b_4) Tassi relativi di inflazione (Sacchetti, 1972; Underwood, 1973). Fatto salvo il rispetto dei limiti massimi di variazione, la nuova parità dovrebbe essere calcolata moltiplicando la parità precedente per il rapporto fra gli indici dei prezzi interni ed internazionali opportunamente ponderati. In effetti, si tratta di un'applicazione della teoria della parità del potere d'acquisto nella sua versione relativa (6).

---

(6) Non è qui il caso di entrare nella discussione sulla validità o meno di tale teoria, sulla quale esiste un'abbondante letteratura. Ci limitiamo quindi

b_5) Tassi di cambio a termine (Cooper, 1969). Il premio o lo sconto del cambio a termine potrebbero costituire un segnale complementare, da usare con molta cautela dato che il cambio a termine può essere influenzato dai differenziali d'interesse o da altri motivi particolari, senza che ciò implichi alcuna sottovalutazione o sopravvalutazione della moneta in esame.

I.2. *Ampliamento dei margini di oscillazione* (dizione inglese: wider band, widened band).

Già nel 1819 Torrens propose che il margine tra i punti dell'oro venisse ampliato. Negli anni trenta la proposta di allargare tali margini venne ripresa da Keynes. In tempi più recenti se ne trova traccia (sotto forma di proposta di allargare i margini di oscillazione intorno alla parità) in una relazione del Joint Economic Committee del 1964 e negli atti di un gruppo di studio di 32 economisti riunitisi nel medesimo anno (Machlup e Malkiel, 1964), ma la prima trattazione sistematica è quella di Halm (1965). Nella proposta originale di Halm la parità era fissa, cioè erano escluse variazioni della parità stessa, in quanto l'allargamento dei margini avrebbe fornito sufficiente spazio per gli aggiustamenti. Nell'attuale contesto storico-istituzionale è irrealistico ritenere ancora valida questa opinione, per cui lo schema in esame deve prevedere un qualche meccanismo di variazione della parità, e infatti lo stesso Halm si è successivamente pronunciato in tal senso (Halm, 1969).

La disamina dei dettagli tecnici connessi alla proposta fornisce la possibilità di passare in rassegna le sue diverse varianti.

a) Modalità di variazione della parità. La parità, e con essa tutta la fascia di oscillazione, può essere spostata gradualmente (cfr. ad es. Meade, 1966; Halm, 1969) con le medesime modalità del « crawling peg » (nel qual caso si parla di « movable band » o « gliding band ») oppure in modo discontinuo. In questa seconda ipotesi riveste un certo interesse la proposta di Canterbery (1968) di adottare una sorta di « delayed peg »; quando,

---

ad osservare come i prezzi relativi interni ed esteri siano soltanto una delle determinanti delle esportazioni e delle importazioni (altre determinanti sono reddito, tecnologia, risorse, ecc.), per cui non ci pare che sia possibile mantenere l'equilibrio della bilancia commerciale semplicemente mantenendo in linea i prezzi relativi. In secondo luogo, in questa visione è implicita l'accettazione della sola bilancia commerciale come elemento determinante cui collegare le variazioni del tasso di cambio, cosa di cui è lecito dubitare: cfr. nota (3) a p. 38.

in seguito ad un incollamento non reversibile ad uno dei limiti, sorge l'esigenza di variare la parità, quest'ultima verrebbe variata ma non dichiarata se non in un secondo momento. La variazione dovrebbe essere tale che la nuova parità si trovi al livello del precedente limite di incollamento. Il ritardo dell'annuncio ha funzioni di deterrente della speculazione; anche la fissazione della parità al livello del precedente limite di oscillazione ha la stessa funzione, in quanto rende possibile una variazione del tasso di cambio bidirezionale anziché unidirezionale rispetto al valore pre-variazione.

b) ampiezza dei margini. Da un timido ± 2 % proposto un tempo (Halm, 1965) come primo passo per giungere gradualmente ad un allargamento più consistente (valore oggi superato dai fatti) si è passati ad un ±5 % (Meade, 1966) ed oltre. È evidente che tanto maggiore è l'ampiezza della fascia, tanto minori sono le esigenze di variare la parità. Collegato all'ampiezza dei margini è il problema della dichiarazione (o meno) degli stessi. In tutte le proposte di « wider band » i margini sono dichiarati.

L'eventuale non dichiarazione dei margini trasforma il sistema in un qualche tipo di fluttuazione spuria più o meno concertata di cui diremo più avanti.

c) intervento entro i margini. Fermo restando l'obbligo di intervento quando il tasso di cambio incontra uno dei margini, secondo taluni proponenti (ad es. Fellner, 1966) all'interno dei margini non dovrebbe esservi alcun intervento in modo che entro la fascia il sistema funzioni sostanzialmente come un regime di cambi perfettamente flessibili ed il tasso di cambio si adegui alle sollecitazioni di mercato; secondo altri invece (ad es. Halm, 1965) l'intervento entro i margini dovrebbe essere consentito. A parte l'opportunità di contrastare variazioni anormali del tasso di cambio prima che sia raggiunto il limite di oscillazione, l'intervento entro la fascia diventa necessario qualora un gruppo di monete desideri mantenere al suo interno margini di oscillazioni più ristretti di quelli vigenti verso paesi terzi. In ogni caso, esso è uno strumento addizionale di politica economica.

d) simmetria od asimmetria dei margini. La proposta di adozione di un regime di tassi di cambio con ampliamento della fascia di oscillazione viene normalmente avanzata con margini simmetrici. Non mancano però taluni proponenti che considera-

no l'opportunità di margini asimmetrici (Machlup, 1970; Chittenden, 1970), sia nel caso che le autorità monetarie considerino più probabili deviazioni del tasso di cambio dalla parità in una direzione anziché in un'altra, sia per fornire maggior libertà di manovra nel caso di pressioni svalutative (margine superiore percentualmente maggiore) e scoraggiare la speculazione dando maggiore credibilità al sistema.

I.3. *Cambi oscillanti* (dizione inglese: oscillating exchange rates).

I cambi oscillanti rappresentano una proposta avanzata dagli autori nel 1962-63 e poi perfezionata nel 1972-73 alla luce delle nuove esigenze storico istituzionali. Si tratta di un regime con parità (tasso centrale) e margini di oscillazione dichiarati.

L'elemento caratterizzante, tuttavia, non è l'ampiezza, pur apprezzabile, dei margini di oscillazione, ma la funzione strumentale di questi ultimi. In un regime di cambi oscillanti la fascia di oscillazione viene infatti utilizzata per consentire od imprimere al tasso di cambio quella particolare variabilità che i proponenti ritengono vantaggiosa nel contrastare gli effetti della speculazione destabilizzante. La proposta di adozione di un regime di cambi oscillanti è perciò inserita in una specifica visione della maniera di operare dell'attività speculativa su cambi esteri. Riteniamo quindi che alcuni cenni alla struttura del modello siano di giovamento alla sua comprensione.

Gli operatori su cambi esteri sono divisi funzionalmente in varie categorie:

a) non speculatori;

b) speculatori;

c) autorità monetarie.

a) *Non speculatori.* Appartengono a questa categoria esportatori, importatori, imprese che effettuano investimenti diretti all'estero, risparmiatori, singoli od istituzionali, che desiderano diversificare il proprio portafoglio tra titoli nazionali e titoli esteri per motivi di rischio o di rendimento atteso — escluso il possibile guadagno derivante da variazioni del tasso di cambio — arbitraggisti a pronti, a termine, su tassi dell'interesse coperti, etc.

b) *Speculatori.* Elemento caratteristico del nostro modello è la distinzione, anche essa su base funzionale, degli speculatori in due categorie: speculatori « permanenti » e speculatori « occasionali ».

b_1) *Speculatori permanenti.* Appartengono a questa categoria le banche di credito ordinario e gli altri istituti finanziari assimilabili, gli agenti di cambio, le imprese multinazionali e qualsiasi altro operatore possegga una continua ed efficiente base di informazione tale da permettergli interventi con aspettativa di profitto in conseguenza di variazioni anche di modesta entità del tasso di cambio, variazioni comunque comprese nella fascia d'oscillazione consentita. Anche operatori classificati come non speculatori possono svolgere, funzionalmente, attività speculativa permanente. Esportatori ed importatori la cui continua presenza sul mercato permette di sfruttare in modo speculativo i « leads and lags »; imprese multinazionali tramite movimenti di tesoreria; arbitraggisti per mezzo di operazioni non coperte su saggi dell'interesse; ecc.

b_2) *Speculatori occasionali.* Da un punto di vista istituzionale appartengono a questa categoria i medesimi operatori di cui alla categoria precedente.

Caratteristica della speculazione occasionale, tuttavia, oltre alla temporaneità, è il suo presentarsi ed addensarsi nei momenti in cui l'incertezza relativa alla variazione del tasso di cambio è ridotta al minimo; in altri termini, quando si è pressoché certi della direzione della variazione stessa. Ne segue che la speculazione occasionale può essere sorretta oltre che dai medesimi operatori che agiscono in modo permanente sul mercato, anche da operatori diversi: banche di modeste dimensioni, privati, ecc., i quali sono normalmente assenti dal mercato dei cambi esteri.

c) *Autorità monetarie.* Si definiscono « autorità monetarie » quegli enti cui fa capo la direzione del fondo stabilizzazione cambi, il quale, a sua volta, gestisce le riserve internazionali del paese in questione. L'atteggiamento delle autorità monetarie nei confronti del mercato dei cambi è « attivo » nel senso che esse adattano la loro scheda di intervento alla necessità di imprimere al tasso di cambio, pur rimanendo entro i limiti di fluttuazione consentiti, le oscillazioni necessarie al per-

seguimento di una effettiva stabilizzazione del tasso di cambio stesso nel lungo periodo.

L'andamento del tasso di cambio è ricavato dalla condizione di equilibrio ottenuta annullando, istante per istante, l'eccesso di domanda di una o più delle categorie di operatori sopra descritte. Se si considerano solo i non speculatori, essi danno origine per ipotesi ad un sentiero temporale del tasso di cambio con oscillazioni di ampiezza costante intorno alla parità. Gli speculatori permanenti cercano di trarre vantaggio da tale andamento, acquistando valuta estera quando il tasso di cambio è al di sotto della parità e rivendendo la valuta stessa quando questa è quotata ad un prezzo superiore alla parità (7).

Gli speculatori occasionali, al contrario, concentrano i loro interventi in prossimità dei punti di svolta superiore ed inferiore nel tentativo di costringere le autorità monetarie a variare la parità. Quando tutte le componenti sono attive sul mercato dei cambi, il modello mostra il contrasto effettuato dagli speculatori permanenti nei confronti degli speculatori occasionali, contrasto di cui vengono in varia guisa a beneficiare le autorità monetarie. La meccanica del sistema si manifesta perciò nella presenza di oscillazioni continue, spontanee o sollecitate, del tasso di cambio intorno alla parità e nella difesa della parità stessa. Ove si manifesti la necessità, la parità viene variata in modo discontinuo. Tale variazione deve essere effettuata, per i motivi che chiariremo meglio nella Parte II, non quando il tasso di cambio è incollato ad un limite, ma quando, anzi, ha oltrepassato la parità in senso opposto.

I.4. *Fluttuazione spuria* (dizione inglese: dirty float).

Nell'attuale contesto storico-istituzionale, la fluttuazione di una valuta non può prescindere dai criteri che le autorità responsabili ritengono idonei alla « guida » della fluttuazione stessa. I criteri limite di tale condotta interventistica possono così essere individuati:

i) criterio della massima rigidità. È il criterio che, in modo alternativo, potrebbe essere definito « della difesa ad oltranza di una certa parità (o tasso centrale) »;

(7) L'intensità dell'azione degli speculatori permanenti durante il ciclo di intervento dipende dalla forma della funzione delle loro aspettative. Cfr. B. Cutilli - G. Gandolfo, 1973, pp. 43-44.

ii) criterio della massima fluidità (o del minimo utilizzo di riserve). È quello che maggiormente approssima la definizione teorica di tassi di cambio perfettamente flessibili. Pur nell'impossibilità di evitare interventi volti all'eliminazione di perturbazioni accidentali e temporanee, il criterio stesso presuppone l'accettazione del principio di non interferenza nei confronti del valore esterno della propria moneta;

iii) criterio della convergenza. Esso presuppone che le autorità monetarie stimino opportunamente un tasso di cambio di equilibrio ed operino interventi atti a condurre il tasso corrente verso il valore desiderato (che potrà poi essere ufficialmente dichiarato o rimanere una « parità di fatto »). Si tratta di un intervento bilanciato che, se da un lato lascia un certo gioco alle forze di mercato, dall'altro le sospinge verso un traguardo predeterminato.

I criteri i) e ii) sono quelli che di fatto sottostanno alla disputa teorica tra tassi di cambio fissi e tassi di cambio flessibili: disputa la cui prosecuzione ci appare inutile. Ci sembra ormai scontato che, pur con accorgimenti tecnici vari, il sistema monetario internazionale si muova verso soluzioni intermedie, quel genere di soluzioni che, nel linguaggio dei documenti ufficiali, viene al momento indicato come « cambi (fissi ma) adattabili ».

Il criterio iii) si materializza quindi in regimi di tassi di cambo fluttuanti senza parità né limiti di oscillazione dichiarati. Tali regimi non hanno tuttavia esistenza propria sul piano delle proposte ma sono una realtà in cui la comunità internazionale si rifugia nei momenti di necessità. Senza dubbio momenti di assoluta necessità sono stati quelli che hanno caratterizzato il sistema dei pagamenti internazionali a partire dal 1972. Non appena tuttavia vi è un principio di consolidamento nella situazione generale, i cambi fluttuanti cessano di presentare una variabilità apprezzabile e, pur senza impegno di mantenere una nuova parità, questa viene ripristinata in modo surrettizio. A questo punto il sistema può essere considerato, nella sua natura intrinseca, un regime di tassi di cambio rigidi con « parità di fatto » e margini di oscillazione non dichiarati. Tratteremo oltre il problema se un tale « ordine » debba effettivamente ritenersi più stabile di altri sistemi: in questa sede facciamo solo cenno alla circostanza che paesi i quali mirano ad ottenere un certo grado di integrazione delle loro economie, si sforzano di « con-

certare » le fluttuazioni reciproche delle loro valute o per lo meno si impegnano, spesso con accordi segreti, ad intervenire entro predeterminati limiti.

Parte II - *Esame comparativo dei vari regimi.*

Avvertiamo che i criteri di valutazione adottati (v. Premessa) non sono indipendenti fra di loro: il fabbisogno di liquidità, ad esempio, è tanto maggiore quanto minore è la capacità di aggiustamento degli squilibri e quanto più robusti sono i flussi speculativi destabilizzanti; questi ultimi, a loro volta, sono influenzati dalla capacità di aggiustamento stessa. Nella disamina comparativa dei vari regimi di tassi di cambio che ci accingiamo a compiere è quindi inevitabile un certo ammontare di ripetizioni e di rinvii.

II.1. *Effetti sugli scambi internazionali e sui movimenti di capitale a lungo termine.*

La graduale e modesta variazione della parità prevista dal regime di parità mobili non dovrebbe produrre effetti frenanti di entità apprezzabile sugli scambi commerciali (8). Si noti però che ciò è vero in tanto in quanto gli operatori commerciali stessi siano convinti che la parità non sarà effettivamente variata oltre il limite prestabilito, cosa di cui — per i motivi più oltre avanzati — è lecito dubitare. In caso contrario, l'attesa di una variazione discreta della parità produrrà i medesimi effetti negativi che in regime di « adjustable peg ». Occorre inoltre rilevare che il regime di parità mobili non stimolerebbe la formazione di un ampio ed efficiente mercato a termine: la copertura, infatti, non avrebbe motivo di essere richiesta (o verrebbe richiesta in una sola direzione: da parte degli importatori se la valuta del paese si sta gradualmente svalutando o da parte degli esportatori se la valuta si va gradualmente apprezzando) con difficoltà quindi di reperire, a costi ragionevoli, l'adatta contropartita. Aspettative di variazioni discrete della parità, danno perciò luogo alla formazione di forti sconti o premi a termine e all'occasionale

(8) Avvertiamo che, per brevità, con « scambi commerciali » intendiamo riferirci sia allo scambio di merci che allo scambio di servizi.

collasso dei mercati a termine stessi, parallelamente a quanto si verifica in regime di « adjustable peg ».

Analoghe considerazioni valgono per i movimenti di capitale a lungo termine (investimenti diretti e di portafoglio). In regime di parità mobili il rischio di perdite in conto capitale od in conto flusso di profitti rimpatriati sarebbe limitato e comunque esattamente valutabile nel suo ammontare massimo (dato per l'appunto dal ritmo massimo di variazione ammesso) (9), sempreché non sorgano aspettative di variazioni discrete.

Negli altri tre regimi, al contrario, l'oscillazione del tasso di cambio — effettiva e continua (cambi oscillanti) o potenziale (ampliamento dei margini, fluttuazione spuria) — comporta un'incertezza maggiore per gli operatori commerciali. Ciò dovrebbe stimolare la formazione di ampi ed efficienti mercati a termine su cui coprire il rischio di cambio (al limite, se *tutti* gli operatori commerciali si coprissero a termine, a livello mondiale essi si fornirebbero la copertura a vicenda a costi trascurabili). Occorre però osservare che il rischio di cambio relativo al *flusso* di profitti attesi derivanti dall'attività economica internazionale (sia essa di produzione o di investimento) non è copribile a termine. La variabilità del flusso dei profitti attesi, che può essere misurata da un indice *ad hoc* come la varianza, è considerata nella teoria dell'impresa alla stregua di un costo soggettivo che entra nei calcoli dell'imprenditore. Dato che la presenza di tali elementi non monetari disturba l'ottenimento di precise formulazioni di carattere teorico, adattiamo la convenzione di trattare questi elementi non monetari alla stregua di costi monetari. La varianza dei profitti derivante dalla variabilità del tasso di cambio è perciò l'indice del costo del rischio del cambio stesso. Un qualsiasi regime di tassi che preveda variazioni maggiori di quelle consentite da un regime di cambi fissi, o con ristretto margine di oscillazione, comporta un aumento della varianza dei profitti attesi. Ciò implica una ridu-

(9) Williams (1973) ha, di recente, tentato di estendere la scheda della efficienza marginale dell'investimento agli investimenti diretti esteri e di accertare l'influenza su tale scheda di regimi diversi di tassi di cambio (adjustable peg e parità mobili). I risultati raggiunti non sono purtroppo univoci, in quanto in taluni casi l'efficienza marginale risulta maggiore con le parità mobili mentre in altri casi è vero il contrario. Ciò in aggiunta al fatto che, come osserva lo stesso Williams, l'investimento diretto estero è influenzato da molti altri fattori oltre l'efficienza marginale dell'investimento stesso, rende difficile, se non impossibile, formulare precise affermazioni.

zione dell'attività economica internazionale ed una redistribuzione dell'impiego dei fattori della produzione all'interno delle singole nazioni. Non si deve però esagerare la portata di entrambi gli effetti: per quanto riguarda il rischio imprenditoriale non assicurabile, mentre nel periodo breve potrà verificarsi una certa variabilità dei profitti, la situazione tenderà ad un miglioramento nel periodo lungo dato che ad intervalli temporali di tasso di cambio relativamente sfavorevole si alterneranno intervalli temporali con tasso di cambio relativamente più favorevole. Anche l'effetto di redistribuzione delle risorse è di lieve entità se: *a*) il tasso di cambio varia in modo da livellare eventuali differenze tra gli andamenti di fondo di costi e prezzi; *b*) i tassi dell'interesse monetario riflettono all'incirca le differenze nei rispettivi saggi di inflazione (10).

È a questo punto che il regime di cambi oscillanti si differenzia dagli altri due regimi (ampliamento dei margini e fluttuazione spuria) che gli abbiamo assimilato agli effetti dell'incertezza. Occorre infatti sottolineare come la varianza del flusso dei profitti attesi dipenda non tanto dalla frequenza delle oscillazioni quanto dalla simmetria delle stesse intorno alla parità o tasso centrale. Al limite, infatti, nel caso di oscillazioni perfettamente simmetriche rispetto al tasso centrale e di un flusso continuo e di intensità costante di operazioni con l'estero, la varianza del flusso dei profitti attesi è nulla ed il sistema di tassi di cambio oscillanti si riduce, per quanto riguarda la sua incidenza a medio termine sull'attività economica internazionale, ad un regime di cambi fissi. Nella realtà, tale perfetta simmetria sarebbe difficilmente attuabile; tuttavia, la continua ed effettiva oscillazione, con tendenza alla simmetria, del regime di tassi di cambio oscillanti si avvicina alla situazione ideale dianzi descritta, mentre altrettanto non si può dire degli altri due regimi.

II.2. *Aggiustamento degli squilibri e trasmissione internazionale delle perturbazioni.*

Per quanto riguarda il problema dell'aggiustamento (11), gli stessi fautori del regime di parità mobili ammettono che esso

(10) Per una trattazione più completa cfr. B. CUTILLI, 1973.

(11) In questo paragrafo parlando di aggiustamento degli squilibri intendiamo fare riferimento agli squilibri correnti.

non sarebbe, in grado di far fronte con rapidità agli squilibri: l'aggiustamento delle esportazioni ed importazioni sarebbe necessariamente lento ed il sistema sarebbe attuabile soltanto se i paesi deficitari disponessero di ampie fonti di liquidità internazionale per finanziare i loro disavanzi e sostenere la propria moneta per evitare che si svaluti oltre i limiti ammessi (Meade, 1964). Per gli stessi motivi non potrebbero essere escluse (Cooper, 1969) ampie variazioni discrete della parità, come nel sistema dell'« adjustable peg ». Sotto questo profilo la variante discrezione presenta forse maggiori inconvenienti, essendovi il rischio che le autorità monetarie, per motivi diversi, non diano tempestivamente inizio alle variazioni della parità, con la conseguenza dell'aggravarsi degli squilibri. Tale pericolo verrebbe invece evitato con la versione automatica; non essendo peraltro escluso che in determinate circostanze possano sussistere delle valide ragioni per non seguire le segnalazioni degli indicatori, la versione presuntiva è forse da preferire. Appare ad ogni modo improbabile che sia attuabile la « diluizione » nel tempo del processo di aggiustamento senza che si verifichino crisi sul mercato dei cambi come il regime di parità mobili si propone di ottenere. Si noti come le osservazioni sulla lentezza dell'aggiustamento poc'anzi riportate sono state avanzate in tempi in cui gli squilibri erano presumibilmente meno intensi che non al momento attuale e, pertanto, non possono che essere adesso ribadite.

Con il regime di allargamento dei margini e con i cambi oscillanti la possibilità di aggiustamento nel breve periodo è certamente maggiore: una fascia di ampiezza totale del 10 % (±5 % rispetto alla parità), che al limite può dar luogo ad una variazione totale tra due valute del 20 % (12), consente indubbiamente aggiustamenti degni di rilievo. In teoria, l'aggiustamento è ulteriormente facilitato in regime di fluttuazione spuria, ove la mancanza di tassi centrali e di margini dichiarati consente alle autorità monetarie, quando lo reputino opportuno o necessario, di far variare il tasso di cambio anche in misura maggiore che negli altri due regimi. Per quanto riguarda questi ultimi, è

---

(12) Se la valuta A si trova al margine superiore e la valuta B al proprio margine inferiore, il divario tra le due valute è del 10 %; se la situazione si inverte, cioè la valuta A passa al proprio margine inferiore e la valuta B al proprio margine superiore, il divario è del 10 % in senso opposto, con una variazione totale del 20 %.

probabile che con il passare del tempo la fascia non riesca più a comprendere nel suo interno il tasso di cambio di « equilibrio » e che pertanto si rendano necessari spostamenti della fascia stessa. Come chiarito nella Premessa, il regime di ampliamento dei margini prevede due varianti: modifica graduale del tasso centrale secondo le regole previste per il regime di parità mobili oppure variazioni brusche della parità stessa; in ogni caso la fascia si sposta al seguito delle variazioni della parità. Secondo la prima variante, la parità dovrebbe cominciare a « scorrere » non appena il tasso di cambio rimane incollato per un certo tempo ad uno dei margini; per quanto riguarda la seconda variante ricordiamo la già descritta proposta di Canterbery (1968) di un « delayed peg ». A questo punto il problema dell'aggiustamento si mescola inscindibilmente con il problema della speculazione, in relazione al quale riteniamo che la proposta di Canterbery abbia un effetto dissuadente di maggiore intensità. In regime di cambi oscillanti non sono previste varianti: la parità deve essere alterata in modo discreto e quando il tasso di cambio non è incollato ad un limite. I dettagli di questo suggerimento saranno meglio illustrati quanto tratteremo del problema della speculazione.

Per quanto riguarda la trasmissione delle perturbazioni cicliche, si può preliminarmente affermare che, *nel breve periodo*, il regime di parità mobili è più vicino ad un regime di cambi fissi, mentre gli altri regimi (ampliamento dei margini, cambi oscillanti, fluttuazione spuria (13)) sono più vicini ad un regime di cambi flessibili. Nel breve periodo, infatti, la variazione del tasso di cambio consentita dalle parità mobili è talmente esigua da poter essere considerata trascurabile, mentre la variabilità del tasso di cambio entro una fascia del ±5 % (ampliamento dei margini, cambi oscillanti) costituisce un grado di flessibilità di un certo rilievo; in linea di principio, la flessibilità è ancora maggiore in caso di fluttuazione spuria. È quindi possibile applicare con buona approssimazione la teoria esistente circa la trasmissione delle perturbazioni in regime di cambi fissi ed in regime di cambi flessibili. Che i cambi flessibili non abbiano potere isolante rispetto alle perturbazioni è risultato da tempo ac-

(13) Quest'ultima nei limiti in cui il tasso di cambio sia effettivamente lasciato fluttuare, sia pure sotto controllo; se invece si traduce in un regime di parità di fatto, allora è anche essa assimilabile ai cambi fissi.

quisito (Laursen e Metzler, 1950; Gandolfo 1970) (14). Si tratta quindi di appurare quale dei due regimi abbia minore forza di trasmissione. Una risposta univoca non è purtroppo possibile, in quanto il risultato dipende, tra l'altro, dalla reattività al saggio dell'interesse dei movimenti di capitale a breve termine. Se tale reattività è notevole, la trasmissione è maggiore in regime di cambi flessibili che in regime di cambi fissi; viceversa nel caso opposto (15). La questione si sposta quindi sul piano empirico e, per conseguenza, non può essere fornita alcuna risposta valida in generale dato che, presumibilmente, la suddetta reattività varia da paese a paese e da periodo a periodo.

II.3. *Speculazione.*

I fautori del regime delle parità mobili affermano che i flussi speculativi verrebbero eliminati mediante appropriati differenziali tra i saggi dell'interesse (Meade, 1964, 1966; Williamson, 1965, ecc.): se, ad esempio, una valuta è in scorrimento svalutativo al ritmo massimo consentito (poniamo il 2 % annuo), per eliminare l'incentivo alla fuoriuscita di fondi speculativi occorre che il tasso dell'interesse a breve nazionale sia mantenuto del 2 % più elevato del livello internazionale. È tuttavia chiaro che una tale direttiva avrebbe successo soltanto se gli speculatori

---

(14) Sorprende quindi veder ancora qualificata come « opinione corrente », sia pure allo scopo di criticarla (Modigliani-Askari, 1973, p. 270), quella secondo cui « i tassi di cambio flessibili isolano l'economia interna dai fenomeni perturbatori che avvengono nel resto del mondo ».

(15) Cfr. Modigliani-Askari, 1973. In sintesi il ragionamento è il seguente. Supponiamo che vi sia una riduzione esogena degli investimenti. Il reddito si contrae e quindi diminuiscono le importazioni, ciò che migliora il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti. Se l'offerta di moneta è rimasta invariata, riducendosi il reddito diminuisce il saggio dell'interesse e quindi si produce una fuoriuscita netta di capitali. Se l'elasticità all'interesse di detti capitali è sufficientemente elevata, il saldo della bilancia peggiora. A questo punto occorre distinzione fra i due regimi. In regime di cambi fissi, il paese in considerazione (diciamo il paese 1) deve aumentare il saggio dell'interesse (restringendo l'offerta di moneta), il che comporta un'ulteriore caduta degli investimenti e del reddito, caduta la quale è tanto più sensibile quanto più elastici sono i movimenti di capitale. In regime di cambi flessibili l'offerta di moneta può essere lasciata inalterata dato che il riequilibrio della bilancia dei pagamenti, dopo l'iniziale peggioramento, è affidato alla svalutazione del tasso di cambio. Tale svalutazione, posto che sia soddisfatta la condizione delle elasticità critiche, riequilibria la bilancia dei pagamenti sostenendo nel contempo il reddito. Tale processo ha luogo a spese del resto del mondo il quale vede diminuire le sue esportazioni nette. In regime di cambi flessibili, quindi, il paese 1 subisce una riduzione di reddito minore che in regime di cambi fissi ed il resto del mondo soffre di una riduzione maggiore.

fossero convinti che la parità non subirà variazioni di entità superiore ai limiti ammessi. È invece lecito dubitare di questa convinzione sulla quale al contrario alcuni autori fanno soverchio affidamento (ad es. Williamson, 1965). Come in precedenza affermato, la lentezza dell'aggiustamento agli squilibri non esclude, a detta degli stessi fautori del regime in esame, la possibilità di marcate variazioni della parità (nonostante tutti gli impegni e le assicurazioni da parte delle autorità monetarie). Di ciò gli speculatori sono perfettamente consapevoli, come sono altrettanto consapevoli che, se la speculazione si sviluppa sufficientemente, le autorità monetarie possono essere costrette ad effettuare la variazione più ampia. È inoltre improbabile che una valuta che si sta svalutando al ritmo massimo consentito venga rivalutata; per conseguenza, la speculazione mirante a far « saltare » la parità è senza rischio apprezzabile, similmente a quanto accade in regime di « adjustable peg ». Siamo quindi dell'opinione (v. anche Hirsch, 1965; Fleming, 1969) che la speculazione destabilizzante non può essere mitigata dal regime di parità mobili, il quale, perciò, sotto tale profilo non appare migliore del regime di « adjustable peg ». Né, si aggiunga, il regime di parità mobili appare in grado di assicurare un adeguato profitto alla speculazione stabilizzante, la quale quindi non viene incoraggiata.

L'ampliamento dei margini di oscillazione, accrescendo l'incertezza, può esercitare un effetto frenante sulla speculazione; la presenza di adeguati margini può inoltre permettere un profittevole operare della speculazione all'interno dei margini stessi. La fluttuazione spuria presenta un'incertezza ancora maggiore: ciò, unito alla mancanza di margini dichiarati, se da un lato può scoraggiare la speculazione in generale, dall'altro non sembra fornire sufficiente adito alla speculazione stabilizzante. Se poi la fluttuazione spuria dà luogo a parità di fatto, sotto il profilo speculativo ci sembra si manifestino di nuovo tutti gli svantaggi dell'« adjustable peg ». Con il tasso di cambio di fatto rigido diventa nuovamente chiaro, in presenza di squilibri, in quale direzione varierà, se varierà, il cambio stesso. La mancata dichiarazione della parità e quindi l'assenza di un impegno ufficiale a difenderla, può far ritenere agli speculatori che basti poco, o comunque meno che nel caso di impegno ufficiale, per indurre le autorità monetarie ad abbandonare la difesa di fatto di un certo valore.

È per l'appunto sotto il profilo della speculazione che si manifesta in maniera più netta la superiorità di un regime di cambi oscillanti. La filosofia di quest'ultimo regime non è infatti quella di eliminare la speculazione, ma di incentivare al massimo la speculazione stabilizzante. Indirettamente, ci è di sostegno l'opinione di qualificati studiosi ed operatori. I primi (Williamson, 1973; Price e Wood, 1974) hanno dimostrato che quanto meglio informati sono gli speculatori sul sistema in cui operano, tanto più probabile è che essi stabilizzino il mercato. Tale informazione sussiste indubbiamente in un regime di cambi oscillanti, ove si può anche giungere a « suggerire » agli speculatori il tipo di aspettative più opportuno per permettere loro un adeguato profitto. I secondi (Chittenden, 1970: all'epoca Senior Vice-President della Morgan Guaranty Trust Co.) hanno osservato che gli asseriti « agenti del disordine » ben potrebbero trasformarsi in « angeli dell'ordine » se il potenziale di profitto da operazioni stabilizzanti venisse ampliato (l'a. si riferisce al semplice allargamento dei margini di oscillazione; ma è chiaro che ciò vale *a fortiori* per i cambi oscillanti). Da questa ed altre affermazioni di detto autore ci sembra confermata la disponibilità degli operatori su cambi a trasformarsi in speculatori permanenti purché essi riescano a trarne un sufficiente profitto.

Per quanto riguarda le modalità di variazione della parità in regime di cambi oscillanti, la parità stessa dovrebbe essere variata non quando il tasso di cambio è incollato ad un limite, ma quando, anzi, il tasso medesimo ha oltrepassato la parità in direzione opposta. L'incollamento ad un limite deriva normalmente da fattori operanti sulle componenti non speculative, sulle quali si possono poi inserire, rafforzandole, gli speculatori occasionali. La riuscita del tentativo di variazione della parità nel momento in cui, come detto poc'anzi, il tasso di cambio ha oltrepassato la parità stessa in direzione opposta a quella in cui si vuole effettuare tale variazione, è collegata a due circostanze. Innanzitutto, la variazione in esame può essere effettuata, qualora sia possibile anticipare la situazione, *prima* che si verifichi l'incollamento al limite. In secondo luogo, posto che tale incollamento si sia già verificato, la « collaborazione » da parte degli speculatori permanenti rende più agevole, in termini di intensità di intervento, l'azione delle autorità monetarie diretta a produrre la desiderata inversione di tendenza. La proposta di va-

riare la parità secondo le modalità descritte mira sia a salvaguardare ed incentivare ulteriormente gli speculatori permanenti, sia ad evitare di premiare eventuali speculatori occasionali. Prendiamo a mo' di esempio il caso di una svalutazione. Sappiamo che gli speculatori permanenti vendono valuta estera dal momento in cui il tasso di cambio inizia il suo cammino sopra la parità e viceversa acquistano valuta estera con intensità massima nel primo tratto discendente sotto la parità. Svalutando quando il tasso di cambio è incollato al limite superiore, gli speculatori permanenti hanno già liquidato le loro posizioni in valuta estera e vengono quindi sfavoriti in termini di mancato maggior guadagno (mentre vengono favoriti gli speculatori occasionali). Svalutando invece quando il tasso di cambio sta scendendo al di sotto della parità (apparentemente in direzione rivalutativa), gli speculatori permanenti stanno aumentando le loro posizioni in valuta estera e quindi la svalutazione fornisce loro un maggior beneficio (mentre gli speculatori occasionali sono stati costretti a liquidare le loro posizioni). Gli speculatori permanenti sono quindi consapevoli del fatto che, qualora la parità dovesse essere variata, ciò verrà fatto in modo da non « tradire » la fiducia da essi riposta nelle autorità monetarie e, per conseguenza, non solo in maniera da non arrecare loro alcun danno, ma addirittura in maniera da avvantaggiarli. Ciò, ci sembra, costituisce ulteriore incentivo alla speculazione stabilizzante.

II.4. *Liquidità.*

Del fabbisogno di liquidità s'è già detto trattando del problema dell'aggiustamento: tale fabbisogno risulta sicuramente superiore in regime di parità mobili rispetto agli altri regimi (salvo forse il caso di parità di fatto, limite estremo della fluttuazione spuria). Il fabbisogno di liquidità viene ovviamente acuito dal fenomeno speculativo in tanto in quanto la speculazione abbia natura destabilizzante: la speculazione stabilizzante, al contrario, riduce il fabbisogno di liquidità.

II.5. *Vincoli posti alla politica economica.*

In regime di parità mobili la politica monetaria è completamente vincolata alla necessità di manovrare il tasso dell'inte-

resse in modo da compensare lo scorrimento delle parità, come già descritto *sub* II.3. Ciò rappresenta quindi un vincolo *aggiuntivo* rispetto ad eventuali altri vincoli posti dalle esigenze di obbiettivi diversi, con i quali potrebbe anche essere in contrasto. Non ci sembra, invece, che gli altri regimi pongano vincoli aggiuntivi così rigidi alla politica economica: anzi, il maggior « respiro » da essi fornito può consentire di ricorrere in modo meno drastico a misure di contenimento del reddito nazionale per esigenze di bilancia dei pagamenti. La presenza di vincoli alla politica economica è qui vista come un elemento negativo; occorre però osservare che una delle obbiezioni mosse al regime di cambi flessibili è che esso « allenterebbe » la disciplina monetaria. Tale obiezione potrebbe quindi essere mossa anche a regimi a flessibilità limitata. Senonché una delle caratteristiche di tale flessibilità è per l'appunto rappresentata dalla modestia quantitativa delle oscillazioni, per cui un eccessivo « allentamento » della disciplina monetaria renderebbe inoperante qualsiasi sistema di flessibilità limitata. In ogni caso si può osservare che un tasso di cambio flessibile è forse un indicatore più sensibile dell'inflazione che non una perdita di riserve e pertanto un eccessivo andamento svalutativo è altrettanto idoneo di una perdita di riserve a segnalare alle autorità monetarie la necessità di adottare misure antiflazionistiche.

Conclusioni.

Al termine di questa disamina comparativa ci sembra di poter affermare che il regime di cambi oscillanti è non inferiore agli altri regimi di flessibilità limitata presi in considerazione e, per alcuni aspetti, è decisamente superiore. Non è inferiore per quanto riguarda i criteri di valutazione 1 (effetti sugli scambi internazionali e sui movimenti di capitale a lungo termine: per questi ultimi potrebbe anche risultare superiore dato che la simmetria delle oscillazioni riduce, come è stato già trattato, la varianza del flusso di profitti), 2 (aggiustamento degli squilibri e trasmissione delle perturbazioni; per quanto riguarda l'aggiustamento esso gode, al pari degli altri due regimi di cambi a flessibilità limitata — ampliamento dei margini e fluttuazione spuria — di una certa superiorità rispetto al regime delle parità mobili), 5 (vincoli posti alla politica economica interna; si ri-

pete la situazione precedentemente descritta: superiorità rispetto al regime di parità mobili e parità nei confronti dei due sopradetti regimi). È sicuramente superiore per quanto riguarda il criterio 3 (speculazione) e, conseguentemente, per quanto riguarda il criterio 4 (fabbisogno di liquidità, il quale è determinato dalla necessità di finanziare gli aggiustamenti e di combattere la speculazione destabilizzante).

Riferimenti bibliografici

C. F. Bergsten, G. N. Halm et al. (eds.), 1970, *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates: The Bürgenstock Papers*, Princeton University Press.

J. Black, 1961, *Exchange Rates on a Moving Average*, in « The Economist », 4 novembre 1961, p. 486 (articolo non firmato).

J. Black, 1966, *A Proposal for the Reform of Exchange Rates*, in « Economic Journal », giugno 1966, pp. 288-95.

E. R. Canterbery, 1968, *Economics on a New Frontier*, Wadsworth Publishing Co., Belmont, California, pp. 212-16.

E. R. Canterbery e J. T. Boorman, 1970, *The Crawling Peg and Exchange Stability*, in « Canadian Journal of Economics », maggio 1970, pp. 291-99.

G. H. Chittenden, 1970, *Asymmetrical Widening of the Bands Around Parity*, in Bergsten e Halm, 1970, pp. 245-49.

P. B. Clark, 1973, *Uncertainty, Exchange Risk, and the Level of International Trade*, in « Western Economic Journal », settembre 1973, pp. 302-13.

R. N. Cooper, 1969, *Flexing the International Monetary System: The Case for Gliding Parities*, in *The International Adjustment Mechanism* (Proceedings of a Monetary Conference, October 1969), Federal Reserve Bank of Boston, pp. 141-56; ristampato in Johnson e Swoboda, 1973, pp. 229-42.

R. N. Cooper, 1971, *Comment on the Howle-Moore Analysis and Proposed Modification of Cooper's Gliding Parity System*, in « Journal of International Economics, novembre 1971, pp. 437-42.

B. Cutilli, 1962, *La speculazione su cambi esteri ed i trasferimenti internazionali di fondi privati*, Parte Prima, « Moneta e Credito », dicembre 1962, pp. 502-23.

B. Cutilli, 1963, *La speculazione su cambi esteri ed i trasferimenti internazionali di fondi privati*, Parte Seconda, « Moneta e Credito », marzo 1963, pp. 21-39.

B. Cutilli, 1963, *The Role of Commercial Banks in Foreign Exchange Speculation* (con appendice di G. Gandolfo), in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », giugno 1963, pp. 216-31.

B. Cutilli, 1973, *Cambi oscillanti, sistema dell'eurodollaro e politica monetaria*, in « Rassegna Economica », gennaio-febbraio 1973, pp. 7-39.

B. Cutilli e G. Gandolfo, 1972, *Wider Band and « Oscillating Exchange Rates »*, in « Economic Notes », gennaio-aprile 1972, pp. 111-24.

B. Cutilli e G. Gandolfo, 1973, *Un contributo alla teoria della speculazione in regime di cambi oscillanti*, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari « Luigi Einaudi », Quaderni di Ricerche n. 10, Roma.

B. CUTILLI e G. GANDOLFO, 1973, 1974, *La lira fluttuante*, « Note Economiche », n. 5-6, 1973 e n. 1, 1974.

W. FELLNER, 1966, *On Limited Exchange-rate Flexibility*, in W. FELLNER et al., 1966, *Maintaining and Restoring Balance in International Payments*, Princeton University Press, pp. 111-22.

W. FELLNER, 1970, *Specific Proposal for Limited Exchange Rate Flexibility*, in « Weltwirtschaftliches Archiv », 104, n. 1, pp. 20-35; ristampato in Johnson e Swoboda, 1973, pp. 244-58.

J. M. FLEMING, 1968, *Guidelines for Balance of Payments Adjustment under the Par Value System*, Essays in International Finance, 67, Princeton University Press.

J. M. FLEMING, 1969, *Discussione del saggio di Cooper*, 1969, *ibidem*, pp. 157-64.

J. M. FLEMING, 1971, *Wider Margins of Exchange Rate Variations*, in IDEM, « Essays in International Economics », Allen & Unwin, Londra, pp. 326-55.

J. M. FLEMING, 1972, *Towards a New Regime for International Payments*, in « Journal of International Economics », settembre 1972, pp. 345-73.

J. H. FURTH, 1969, *International Monetary Reform and the « Crawling Peg » - Comment*, in « Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis », luglio 1969, pp. 21-5.

G. GANDOLFO, 1970, *I processi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti e l'equilibrio macroeconomico interno ed esterno*, Angeli, Milano.

H. GIERSCH, 1973, *On the Desirable Degree of Flexibility of Exchange Rates*, in « Weltwirtschaftliches Archiv », 109, n. 2, pp. 191-213.

G. N. HALM, 1965, *The « Band » Proposal: The Limits of Permissible Exchange Rate Variations*, Special Papers in International Economics n. 6, Princeton University Press.

G. N. HALM, 1967, *The Case for Greater Exchange-Rate Flexibility in an Interdependent World*, in G. PONTECORVO, R. P. SHAY, A. G. HART (eds.), 1967, *Issues in Banking and Monetary Analysis*, Holt, Rinehart and Winston, New York, pp. 171-83.

G. N. HALM, 1969a, *Toward Limited Exchange-Rate Flexibility*, Essays in International Finance n. 73, Princeton University Press, ristampato in Bergsten e Halm, 1970, pp. 3-26.

G. N. HALM, 1969b, *Widening the Band for Permissible Exchange Rate Fluctuations*, in *The International Adjustment Mechanism* (Proceedings of a Monetary Conference, October 1969), Federal Reserve Bank of Boston, pp. 121-34.

G. N. HALM, 1971, *The International Monetary Fund and Flexibility of Exchange Rates*, Essays in International Finance n. 83, Princeton University Press.

G. N. HALM, 1973, *Reforming the Par-Value System*, « Weltwirtschaftliches Archiv », 109, n. 2, pp. 171-90.

F. HIRSCH, 1965, *The Pound Sterling*, Victor Gollancz, Londra, p. 116.

E. S. HOWLE, 1973, *On Revaluations versus Devaluations*, in « American Economic Review », dicembre 1973, pp. 918-28.

E. HOWLE e C. F. J. MOORE, 1971, *Richard Cooper's Gliding Parities: A Proposed Modification*, in « Journal of International Economics », novembre 1971, pp. 429-36.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, 1970, *The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments* (Report by the Executive Directors), IMF, Washington.

A. Iovane, 1971, *Considerazioni critiche sui vari sistemi di tassi di cambio*, in « Rassegna Economica », maggio-giugno 1971, pp. 483-541.

H. G. Johnson e A. K. Swoboda (eds.), 1973, *The Economics of Common Currencies*, Allen & Unwin, Londra.

L. B. Krause, 1970, *Recent Monetary Crises: Causes and Cures*, in W. L. Smith e R. L. Teigen (eds.), *Readings in Money, National Income, and Stabilization Policy*, Irwin, Homewood, Illinois, pp. 556-70.

L. B. Krause, 1971, *Fixed. Flexible and Gliding Exchange Rates*, in « Journal of Money, Credit and Banking », maggio 1971, pp. 321-38.

A. Lanyi, 1969, *The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered*, Essays in International Finance n. 72, Princeton University Press.

S. Laursen e L. A. Metzler, 1950, *Flexible Exchange Rates and the Theory of Employment*, in « Review of Economics and Statistics », novembre 1950, pp. 281-99.

F. Machlup, 1970, *On Terms, Concepts, Theories, and Strategies in the Discussion of Greater Flexibility of Exchange Rates*, in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », marzo 1970, pp. 3-22; ristampato in Bergsten e Halm, 1970, pp. 31-47.

F. Machlup, 1973, *Exchange-Rate Flexibility*, in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », settembre 1973, pp. 183-205.

F. Machlup e B. G. Malkiel (eds.), 1964, *International Monetary Arrangements: The Problem of Choice*, Princeton University Press.

J. H. Makin, 1974, *Capital Flows and Exchange-Rate Flexibility in the Post-Bretton Woods Era*, Essays in International Finance n. 103, Princeton University Press.

S. Marris, 1970, *The Bürgenstock Communiqué: A Critical Examination of the Case for Limited Flexibility of Exchange Rates*, Essays in International Finance n. 80, Princeton University Press.

H. W. Mayer, 1974, *The Anatomy of Official Exchange-Rate Intervention Systems*, Essays in International Finance n. 104, Princeton University Press.

G. W. McKenzie, 1969a, *International Monetary Reform and the « Crawling Peg »*, in « Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis », febbraio 1969, pp. 15-23.

G. W. McKenzie, 1969b, *International Monetary Reform and the « Crawling Peg » - Reply*, in « Review of the Federal Reserve Bank of St. Louis », luglio 1969, pp. 26-31.

R. I. McKinnon, 1971, *Monetary Theory and Controlled Flexibility in the Foreign Exchange*, Essays in International Finance n. 84, Princeton University Press.

J. E. Meade, 1964, *The International Monetary Mechanism*, in « Three Banks Review », settembre 1964, pp. 3-25.

J. E. Meade, 1966, *Exchange-Rate Flexibility*, in « Three Banks Review », giugno 1966, pp. 3-27.

F. Modigliani e H. Askari, 1971, *The Reform of the International Monetary System*, Essays in International Finance n. 89, Princeton University Press.

F. Modigliani e H. Askari, 1973, *Trasferimenti internazionali di capitale e propagazione di squilibri interni in sistemi diversi di pagamenti*, in « Moneta e Credito », dicembre 1973, pp. 267-84.

J. C. Murphy, *Moderated Exchange Rate Variability*, in « National Banking Review », dicembre 1965, pp. 151-61.

L. D. D. Price e G. E. Wood, 1974, *Another Case of Profitable Destabilising Speculation*, in « Journal of International Economics », maggio 1974, pp. 217-20.

U. Sacchetti, 1972, *Mechanico-Discretionary Tools for Parity Changes*, in « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review », dicembre 1972, pp. 364-94.

T. G. Underwood, 1973, *Analysis of Proposals for Using Objective Indicators as a Guide to Exchange Rate Canghes*, in « IMF Staff Papers », marzo 1973, pp. 100-17.

T. D. Willet, S. I. Katz e W. H. Branson, 1970, *Exchange-Rate Systems, Interest Rates, and Capital Flows*, Essays in International Finance n. 78, Princeton University Press.

H. R. Williams, 1972a, *Resource Allocation Under Alternative Exchange Rate Systems*, in « Southern Economic Journal », aprile 1972, pp. 566-68.

H. R. Williams, 1972b, *Speculative Money Movements Under Alternative Exchange Rate Systems*, in « Indian Economic Journal », aprile-giugno 1972, pp. 602-8.

H. R. Williams, 1973, *Exchange Rate Systems, The Marginal Efficiency of Investment, and Foreign Direct Capital Movements*, in « Kyklos », 26, fasc. 1, pp. 58-73.

J. H. Williamson, 1965, *The Crawling Peg*, Essays in International Finance n. 50, Princeton University Press.

J. H. Williamson, 1971, *The Choice of a Pivot for Parities*, Essays in International Finance n. 90, Princeton University Press.

J. H. Williamson, 1973, *Another Case of Profitable Destabilising Speculation*, in « Journal of International Economics », febbraio 1973, pp. 77-84.