

FRANCESCO MASERA

IL PROCESSO DI AGGIUSTAMENTO DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

SOMMARIO: 1. Meccanismi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. — 2. Condizione necessaria e sufficiente per l'attuazione del processo di aggiustamento del saldo degli scambi con l'estero. — 3. Il processo di aggiustamento degli scambi con l'estero in relazione al grado di utilizzo delle risorse produttive di un paese. — 4. Il modello del Johnson sul processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti. — 5. Analisi critica del modello del Johnson alla luce del modello keynesiano. — 6. Conciliazione tra il modello del Johnson e quello del Keynes. — 7. L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti in regime di cambi fissi e fluttuanti. — 8. Il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti nel quadro della collaborazione internazionale.

1. *Meccanismi di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.*

Il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti esamina le vie e i modi che consentono di conciliare i rapporti reali e finanziari con l'estero e le grandezze economiche interne di un paese. Questo processo è complesso sia per il gioco delle possibili combinazioni di tutti i fattori che incidono sull'andamento delle componenti esterne ed interne dell'economia di un paese, sia per le diverse modalità di attuazione del processo secondo che si operi in regime di cambi fissi o di cambi flessibili.

Sotto il primo aspetto è da considerare che fra i rapporti con l'estero di un paese, derivanti da trasferimenti reali e finanziari, e le grandezze economiche interne del paese stesso, espresse da consumi, investimenti, reddito, prezzi, massa monetaria, livello dei tassi d'interesse e di profitto, sussistono legami che si intrecciano e si alimentano a vicenda. Sotto il secondo aspetto è da notare che i rapporti economici con l'estero di un paese trovano immediato riflesso: *a)* nella componente monetaria, in regime di cambi fissi; *b)* nella componente reale, in regime di cambi flessibili.

Le considerazioni ora svolte costituiscono un'utile premessa allo studio del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Per oltre un secolo e mezzo il meccanismo flusso di moneta e prezzi fu considerato come lo strumento idoneo a riportare automaticamente la bilancia dei pagamenti verso una posizione di equilibrio. È noto il ragionamento dello Stuart Mill (1), che trae le sue origini dalla esposizione di David Hume (2): se un paese ha un disavanzo nella propria bilancia dei pagamenti verso un altro paese, e quindi effettua una parte dei suoi pagamenti all'estero in oro, si determinano variazioni di prezzo che ristabiliscono l'equilibrio. In conseguenza dell'accresciuta offerta di moneta nel paese avente un surplus e della diminuita offerta nel paese con un deficit, i prezzi e i costi aumenteranno infatti nel primo e diminuiranno nel secondo. Il paese con disavanzo diventerà un paese relativamente a buon mercato, per cui le sue esportazioni aumenteranno e le sue importazioni diminuiranno. Tale processo si svolgerà fino a che l'equilibrio tra incassi e pagamenti si ristabilisca nuovamente.

Accanto ai movimenti aurei previsti dallo Hume, i successivi sviluppi della dottrina hanno anche sottolineato la funzione della politica monetaria; si è infatti osservato che il flusso di oro non solo concorre a determinare una modifica del livello dei prezzi, ma anche provoca interventi delle autorità monetarie, le quali in presenza di afflussi o deflussi di oro adottano politiche rispettivamente di espansione o contrazione monetaria e creditizia.

Studi teorici ed indagini empiriche hanno tuttavia concorso in misura crescente a porre in discussione la validità generale del meccanismo moneta-prezzi come strumento basilare del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

In verità, rilievi critici a questo meccanismo erano stati formulati fin dal secolo scorso da vari economisti (Wheatley, Ricardo, Bastable, Nicholson), nonché dal Wicksell in un articolo pubblicato nel 1918 (3) e dall'Ohlin (4), in relazione al problema

(1) MILL, J. S., *Principles of Political Economy*, reprint of 7th ed. 1871, Sir W. J. Ashley ed. 1909, pp. 623-24.

(2) HUME D., *Political Discourses* (1752), in *Essays Moral, Political and Literary*, T. H. Green and T. H. Grose ed. 1875, pp. 330-345.

(3) K. WICKSELL, *International Freights and Prices*, in «Quarterly Journal of Economics», Harvard University Press, February 1918.

(4) B. OHLIN, *The Reparations Problems*, in «The Index», Aprile 1928, New York Trust Company.

delle riparazioni di guerra, nel 1928. Tali rilievi sostanzialmente avevano condotto a porre l'accento sullo spostamento del potere d'acquisto fra l'interno e l'estero, nel processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Ricerche induttive, a loro volta, avevano posto in evidenza che le quantità vendute possono essere assai meno sensibili alle variazioni di prezzo di quanto sussuma il meccanismo monetario di aggiustamento.

Il Taussig (5), in particolare, nell'esaminare l'andamento della bilancia dei pagamenti inglese prima del 1914, aveva rilevato che le esportazioni si erano adeguate immediatamente ai movimenti di capitali, in contrasto con quanto si sarebbe dovuto prevedere ove il processo di aggiustamento fosse esclusivamente fondato sul meccanismo delle elasticità di prezzo, che richiede, in generale, tempi lunghi di attuazione.

Tutti questi spunti critici congiuntamente con la formulazione della teoria dell'occupazione del Keynes (1936), basata sostanzialmente sull'assunto della crescente rigidità verso il basso dei salari e dei prezzi, hanno così dato origine ad una nuova teoria dell'aggiustamento di bilancia dei pagamenti, che ha trovato espressione negli studi del Paish, della Robinson e dello Harrod. Secondo questa teoria, il meccanismo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti si ritrova nei movimenti del reddito e dell'occupazione. Si supponga, ad esempio, che il paese *A* aumenti le importazioni da *B* e che un disavanzo si formi nella bilancia dei pagamenti di *A*. Questo disavanzo può inizialmente essere finanziato con spedizioni di oro o con movimenti di capitali a breve termine. Nel contempo però l'aumento delle esportazioni da parte di *B* determina uno sviluppo del reddito e dell'occupazione, con conseguente espansione della domanda di merci all'intera economia. Il paese *B* dovrà allora aumentare le importazioni da *A*, le quali compenseranno in parte o interamente l'iniziale aumento delle esportazioni verso questo paese.

A differenza della teoria, precedentemente esposta, del trasferimento del potere di acquisto, questa dottrina sostiene che non c'è soltanto un semplice spostamento di potere d'acquisto

(5) TAUSSIG F. W., *International Trade under Depreciated Paper*, in « Quarterly Journal of Economics », XXXI (1917), pp. 380-403.

(il che praticamente si collega con l'assunto del principio della piena occupazione, proprio di tutta l'economia prekeynesiana), bensì una variazione netta nella produzione e nell'occupazione, sia all'interno sia all'estero.

2. *Condizione necessaria e sufficiente per l'attuazione del processo di aggiustamento del saldo degli scambi con l'estero.*

Le considerazioni finora svolte in materia di elasticità di prezzo e di reddito hanno mirato, da un lato, a illustrare i fatti di fondo esplicativi del processo di aggiustamento di bilancia dei pagamenti, dall'altro, a individuare, sia pure indirettamente, i diversi effetti operativi delle politiche dei cambi fissi e dei cambi flessibili. Al fine di approfondire il quadro analitico relativo all'incidenza ultima della variazione del tasso di cambio sugli scambi con l'estero e sugli aggregati nazionali del reddito e della spesa, si suole fare ricorso al modello dell'assorbimento suggerito dall'Alexander (6).

Ove si consideri che reddito e spesa sono interdipendenti e che ogni variazione nell'uno o nell'altro aggregato dà avvio ad un processo di moltiplicazione in entrambi, avente incidenza sul saldo degli scambi con l'estero, si può impostare il problema dell'aggiustamento in termini analitici differenziando la equazione di bilancio fra il saldo degli scambi di merci e servizi, da un lato, e la differenza fra il reddito nazionale e le risorse assorbite per consumi e investimenti, dall'altro, come segue:

$$dBm = dY - dA \quad (1)$$

dove

dBm = variazione del saldo degli scambi di merci e servizi;

dY = variazione del reddito;

dA = variazione totale delle risorse assorbite per consumi e investimenti interni.

Se ora si tiene presente che l'assorbimento per consumi ed investimenti (A) può variare in relazione sia alla propensione

(6) SIDNEY E. ALEXANDER, *The Effect of a Devaluation in the Trade Balance*, in « IMF Staff Papers », vol. 2, no. 2, 1952, pp. 263 ff.

marginale alla spesa del reddito (e), sia alla variazione autonoma della spesa (E) conseguente la modifica del tasso di cambio, si può scrivere:

$$dA = e dY + dE \quad (2)$$

Combinando le equazioni (1) e (2) si ha:

$$dBm = (1 - e) dY - dE \quad (3)$$

È ora da notare che il reddito nazionale non solo si sviluppa per l'iniziale (cosiddetto autonomo) aumento dei consumi e degli investimenti e/o per il miglioramento del saldo degli scambi con l'estero, ma anche per i secondari (cosiddetti indotti) aumenti provocati dalle variazioni di reddito. Per contro a contenere la espansione del reddito intervengono dispersioni nel flusso monetario, nella forma principalmente di incrementi indotti nelle importazioni e nel fattore estero di ripercussione che opera sulle esportazioni del paese e dipende dall'elasticità di reddito dei paesi esteri.

In relazione a quanto sopra, dY risulta determinato dalla formula del moltiplicatore come segue:

$$dY = (dO - h dE) \frac{1}{1 - n} \quad (4)$$

ove:

dO = aumento autonomo della produzione interna

$h dE$ = diminuzione autonoma della spesa interna, essendo
 h = quota della spesa coperta dalla produzione interna

$n = e - me$ = propensione marginale del paese alla spesa in merci e servizi prodotti all'interno, ossia propensione marginale alla spesa (e) dedotta la quota coperta da importazioni (me), essendo m = propensione marginale all'importazione.

Sostituendo la (4) nella (3) e scomponendo si ha:

$$dBm = \frac{(1 - e) (dO + h dE)}{1 - (e - me)} - dE$$

ossia

$$dBm = \frac{1 - e}{1 - e + me} dO - \left[\frac{1 - h(1 - e)}{1 - e + me} \right] dE \quad (5)$$

Questa espressione pone in evidenza che $e < 1$ è condizione necessaria e sufficiente affinché le politiche di aumento della produzione migliorino la bilancia dei pagamenti. Se ora si considera che la politica volta ad aumentare la produzione interna determina un aumento della spesa (interna ed estera) a valere su quella produzione, ne segue che la politica interna intesa a ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti per scambi con l'estero — attraverso un aumento della produzione essendo $e < 1$ — implica un aumento del rapporto fra spesa interna e produzione interna.

3. *Il processo di aggiustamento degli scambi con l'estero in relazione al grado di utilizzo delle risorse produttive di un paese.*

Secondo quanto esposto nel paragrafo precedente, la riduzione del saldo passivo degli scambi con l'estero ha luogo soltanto se:

- a) restando il reddito immutato, si riduce la spesa;
- b) aumentando il reddito, la spesa non aumenta in proporzione.

L'osservanza della condizione a) soprattutto si pone per i paesi in situazione di pieno utilizzo delle risorse produttive, ossia per i paesi aventi una tendenziale situazione inflatoria interna. In questo caso l'obiettivo dell'equilibrio esterno si concilia con quello interno, così da rendere possibile il ricorso sia alla politica monetaria sia a quella fiscale, per ridurre la domanda reale interna. Questo ricorso sarà tanto più efficace quanto più inciderà sui beni di consumo, specie se ridurrà la domanda di importazioni e allargherà l'offerta di esportazioni. In linea di principio la svalutazione del tasso di cambio non appare congrua, in quanto, data la piena occupazione, il reddito interno tende a restare immutato e l'offerta di esportazione anelastica.

Una politica monetaria restrittiva risulta dal canto suo compatibile con le finalità esterne, in quanto può concorrere a sti-

molare l'afflusso di capitali dall'estero per gli investimenti che incorporano progresso tecnico.

L'osservanza della condizione *b*) si pone soprattutto per i paesi aventi risorse produttive inutilizzate. In questo caso l'obiettivo dello equilibrio esterno non si concilia con quello interno e fa sorgere il problema della scelta di appropriati strumenti correttivi. Ove si assuma una rigidità verso il basso dei salari monetari e dei prezzi, come l'osservazione dei fatti ora impone, la correzione dello squilibrio corrente di bilancia dei pagamenti può essere conseguita soltanto con una politica volta ad accrescere il reddito nazionale, sia attraverso una riduzione dei margini di capacità produttiva inutilizzata — ossia con una politica intesa a incrementare ad un tempo i profitti unitari e quelli globali — sia mediante investimenti aggiuntivi che incorporino progresso tecnico, specie se esistono, riserve di manodopera disoccupata.

Per raggiungere questo obiettivo lo strumento più opportuno può essere il deprezzamento del tasso di cambio, ove la somma delle elasticità di prezzo alle importazioni e alle esportazioni sia sufficiente ad assicurare una variazione positiva del saldo degli scambi con l'estero, considerato che su questo saldo viene ad operare con segno positivo l'aumento del reddito interno. In questo caso, la svalutazione del tasso di cambio è equivalente ad una riduzione relativa della domanda interna a seguito di una modifica dei prezzi relativi fra l'interno e l'estero.

Il complesso intreccio di questi fattori tende ad operare in senso favorevole alla eliminazione dello squilibrio di fondo e a tutelare il livello di occupazione interna, incidendo in particolare sul potere d'acquisto dei salari, nella misura in cui la scala mobile non neutralizza l'effetto dei maggiori prezzi delle importazioni. L'incidenza sulla spesa pubblica, a sua volta, tende ad essere tanto maggiore quanto più la riduzione delle entrate, per le agevolazioni accordate alle imprese, viene neutralizzata da una contrazione delle uscite.

L'eliminazione dello squilibrio negli scambi con l'estero potrà tanto più conciliarsi con le esigenze di carattere interno quanto più avrà luogo uno spostamento, anziché una contrazione, della spesa, da realizzare attraverso investimenti anziché consumi aggiuntivi. In condizione di sottoccupazione, la svalutazione del tasso di cambio può giovare a questo fine sempre che

non si traduca in una corrispondente maggiorazione dei costi; mentre non è necessariamente utile, in regime di piena occupazione, tenuto conto che, in questo caso, l'equilibrio deve pur sempre essere realizzato attraverso una riduzione della spesa e che l'obiettivo della conciliazione fra l'equilibrio esterno e quello interno può essere perseguito con normali strumenti monetari e fiscali.

In ogni caso la svalutazione, per produrre i suoi effetti, deve tradursi in una riduzione del rapporto fra la spesa ed il reddito e deve quindi accompagnarsi ad una politica economica tale da rendere operativo l'effetto dei saldi monetari a prezzi costanti (real balance effect), attraverso una maggiore domanda di moneta, derivante da accresciuto reddito reale.

Concludendo, la scelta degli strumenti correttivi del disavanzo di bilancia dei pagamenti di un paese dipende dai seguenti fattori: *a)* dalle funzioni obiettive di reazione dell'economia e cioè dal grado di deprezzamento del tasso di cambio richiesto per ristabilire l'equilibrio nei conti con l'estero e dalle ripercussioni della svalutazione sul livello dei prezzi interni; *b)* dal grado di occupazione delle risorse disponibili di un paese; *c)* dalle funzioni di preferenza delle autorità economiche e quindi del corpo sociale rispetto a inflazione e disoccupazione.

La decisione finale dipende pertanto sia da elementi oggettivi, direttamente suscettibili di analisi economica sia da elementi soggettivi che comportano giudizi di valore e quindi scelte politiche. In pratica l'economista gettando luce sugli elementi obiettivi può concorrere validamente nella scelta finale.

L'analisi ora condotta sembra indurre implicitamente a respingere la variazione del tasso di cambio come strumento automatico di aggiustamento della bilancia dei pagamenti di un paese. L'accoglimento di questo indirizzo potrebbe equivalere in sostanza ad un ritorno verso il principio della mano invisibile come strumento regolatore dell'attività produttiva e della distribuzione del reddito, ossia ad un indirizzo di rinuncia alle scelte che la politica economica può suggerire. L'esperienza suggerisce e la logica richiede che le scelte siano collegate allo scrutinio degli effetti positivi e negativi che possono produrre sia in sede interna sia in sede internazionale.

4. *Il modello del Johnson sul processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.*

L'analisi del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti è stata condotta dal Johnson (7) prendendo in considerazione il saldo globale degli incassi e dei pagamenti autonomi dei residenti nei confronti dell'estero.

Secondo questo approccio — che Johnson qualifica dei pagamenti (payments approach) per distinguerlo da quello dell'assorbimento (absorption approach) — il saldo di bilancia dei pagamenti (Bp) rilevante ai fini del processo di aggiustamento, risulta definito dalla differenza tra incassi (Rf) e pagamenti (Pf) con l'estero da parte dei residenti, come segue:

$$Bp = Rf - Pf \quad (6)$$

Se si considera che il totale degli incassi dei residenti da altri residenti (Rr) uguaglia necessariamente il totale dei pagamenti dei residenti ad altri residenti (Pr), ossia che $Rr = Pr$, risulta anche che:

$$Bp = Rf + Rr - Pf - Pr = R - P \quad (7)$$

Questa espressione pone in evidenza che il saldo della bilancia dei pagamenti di un paese è pari alla differenza tra il totale degli incassi e il totale dei pagamenti dei residenti. Disavanzo indica eccedenza di pagamenti, avanzo eccedenza di incassi, cosicché la rettifica del disavanzo richiede una maggiorazione degli incassi e/o una riduzione dei pagamenti; la rettifica dell'avanzo una variazione inversa. È importante rilevare che questo modello di analisi del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti investe la globalità delle operazioni dell'economia non già singoli settori come negli schemi basati sulle elasticità di prezzo e di reddito. Una eccedenza dei pagamenti globali dei residenti rispetto agli incassi è il risultato netto di decisioni delle varie unità economiche del paese riguardanti tanto le operazioni reali quanto quelle finanziarie.

(7) HARRY G. JOHNSON, *International Trade and Economic Growth*-George, Allen and Unwin Ltd, London 1958, Cap. VI.

5. *Analisi critica del modello del Johnson alla luce del modello keynesiano.*

Volendo fare un discorso utile ai fini di una concreta politica economica occorre riesaminare criticamente le ipotesi di base del modello del Johnson, ora esposto. Al riguardo è da osservare anzitutto:

a) che non tutti i paesi hanno raggiunto il pieno utilizzo delle risorse disponibili, anche astraendo dalla sottoccupazione ciclica dei fattori produttivi;

b) che i mercati finanziari dei singoli paesi non sono tra loro perfettamente integrati, cosicché può sussistere una relativa autonomia nella determinazione del livello e della struttura dei tassi d'interesse.

Ciò premesso, occorre considerare il problema della correzione del disavanzo di bilancia dei pagamenti facendo riferimento al complesso degli strumenti finanziari di una economia, nonché postulare l'aumento dell'offerta di moneta in regime sia di piena occupazione, sia di sottoccupazione delle risorse disponibili.

Come è noto, l'intermediazione finanziaria trae origine dalla separazione che generalmente sussiste fra risparmio e investimenti. In questo contesto gli strumenti finanziari rappresentano il veicolo per trasferire il risparmio dai settori in avanzo, aventi cioè una eccedenza delle entrate sulle uscite, a settori in disavanzo, che presentano invece un'eccedenza delle uscite sulle entrate.

Detti strumenti possono essere espressi in moneta nazionale o in moneta estera ed essere rappresentativi di attività o passività verso residenti o non residenti; in quest'ultimo caso la posizione finanziaria netta sull'estero, ossia il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, rappresenta, se attiva, un avanzo del risparmio sugli investimenti interni, se passiva, un disavanzo.

La domanda e l'offerta di strumenti finanziari, a reddito variabile, a reddito fisso e in forma di moneta, da parte di unità aventi rispettivamente un avanzo o un disavanzo di risparmio si conciliano attraverso un processo di ripartizione basato per le singole unità economiche, sulla combinazione delle attività e passività finanziarie di nuova creazione e preesistenti, oltre che dei consumi, degli investimenti e delle attività reali.

La ripartizione ottimale della ricchezza e del reddito ha luogo ad un livello dei tassi di interesse che è in funzione delle preferenze individuali, della struttura di mercato e degli indirizzi di politica monetaria e fiscale. Il legame tra il settore reale e quello finanziario è complesso e si articola diversamente seconda che si accompagni o non a variazioni del livello dei prezzi.

Si consideri ora un aumento dell'offerta di moneta in regime di piena occupazione distinguendo il caso in cui l'aumento si ripercuota soltanto sul livello assoluto dei prezzi, inclusi i cambi esteri, da quello in cui provochi anche una variazione dei prezzi relativi.

Nel primo caso, l'aumento dell'offerta di moneta lascia invariato il livello del tasso di interesse, avendo luogo una semplice modifica, uniformemente distribuita, della preferenza per la liquidità, da parte dei singoli operatori, al fine di mantenere costante il potere d'acquisto secondo il cosiddetto effetto dei saldi monetari a prezzi costanti (*real balance effect*).

Nel secondo caso, più verosimile, l'aumento dell'offerta di moneta determina un effetto di sostituzione (*substitution effect*) e un'effetto di ricchezza (*wealth effect*) e quindi esercita una incidenza sul sovrappiù, nell'accezione neo-ricardiana, e sui rapporti economici internazionali, così da concorrere a modificare il legame tra settore reale e finanziario, nonché il livello e la struttura dei tassi di interesse che le forze endogene determinano in funzione anche dell'effetto illusione monetaria.

Un aumento dell'offerta di moneta in regime di sottoccupazione, più che influire sul livello dei prezzi, tende ad incidere sul livello dei tassi di interesse. In questo caso si attenua l'effetto dei saldi monetari a prezzi costanti e assume rilevanza quello del moltiplicatore, con conseguente aumento dell'occupazione, del reddito e del risparmio. Se peraltro l'aumento dell'offerta di moneta ha luogo in fase tendenzialmente depressa, occorre anche considerare gli effetti delle aspettative che possono indurre i potenziali investitori a ritardare la realizzazione dei loro piani in previsione di ulteriori flessioni dei tassi di interesse. La ridotta elasticità del reddito al tasso d'interesse, che si manifesta in questo caso, induce, secondo lo schema keynesiano, a negare efficacia alla politica monetaria in fase di depressione e a suggerire il ricorso alla politica fiscale.

L'idea centrale del Keynes della moneta come forma di impiego per scopo non solo di negoziazione, ma anche finanziario ha trovato espressione nell'approccio di portafoglio (portfolio approach) di Tobin, che analizza i rapporti di sostituzione e complementarità fra i diversi tipi di attività finanziaria (moneta compresa) e le attività reali, sia come flussi sia come fondi, e pone a fondamento della composizione del portafoglio il motivo del rischio.

La teoria del portafoglio concorre così a spiegare l'incidenza che la politica monetaria esercita sulla domanda di moneta in dipendenza della variazione che può determinare nella composizione delle attività finanziarie e reali.

6. *Conciliazione tra il modello del Johnson e quello del Keynes.*

Le considerazioni esposte nel paragrafo precedente inducono ad osservare che la politica monetaria non influisce necessariamente sul volume delle riserve sull'estero, in quanto può anche agire sulla domanda di moneta, attraverso la modifica dei legami fra i settori reale e finanziario e l'eventuale maggior volume degli aggregati reali interni. Questo risultato è tanto più probabile, quanto più gli effetti della politica monetaria si associano a quelli derivanti da una adeguata politica fiscale. Se è vero, come osserva il Johnson, che l'incremento delle riserve ufficiali e il saldo di bilancia dei pagamenti sono correlati: *a*) positivamente al tasso di aumento del reddito e all'elasticità della domanda di moneta; *b*) negativamente al tasso di aumento del credito interno (8), è anche vero che il tasso di aumento del reddito può essere positivamente correlato al tasso di aumento del credito interno in regime di sottoccupazione delle risorse.

La fondatezza delle argomentazioni critiche ora esposte risulta evidente ove si consideri il caso dilemma del paese avente ad un tempo disavanzo del saldo globale e sottoccupazione interna. Se fosse valida in assoluto la tesi del Johnson e cioè che la politica monetaria nazionale controlla in ultima istanza soltanto il volume delle riserve sull'estero, l'unica via da seguire per l'eliminazione del disavanzo sarebbe la diminuzione dell'of-

(8) HARRY G. JOHNSON, *The Monetary Approach to Balance of Payments Theory*, Monte dei Paschi di Siena, « Economic Notes », January-April 1972, pag. 30.

ferta di moneta. Ora, se è vero che la domanda di moneta dei residenti reagisce all'offerta attraverso gli scambi con l'estero dei movimenti di capitali, è anche vero che la domanda di moneta è funzione diretta del reddito, cosicché la politica monetaria, nella misura in cui può concorrere all'incremento del reddito, può agire sulla domanda di moneta da parte dei residenti e influire positivamente sul saldo di bilancia dei pagamenti del paese, ove sia $e < 1$, come si è dimostrato.

Il vero problema sembra essere non tanto quello delle grandezze monetarie quanto quello delle variabili sottostanti e cioè di una sufficiente formazione di risparmio a fronte delle decisioni di investimento. In altri termini, non basta contrapporre il tasso di sviluppo del reddito al tasso di aumento del credito interno, ma occorre anche fare riferimento agli usi del reddito, in quanto, per un dato tasso di sviluppo dell'attività economica, il credito richiesto varia in funzione della distribuzione del reddito. I fattori cruciali sono da ravvisare da un lato nelle decisioni di investimento che determinano l'aumento del reddito, dall'altro, nella capacità del sistema di generare un volume di risparmio *ex ante* all'interno del paese, che si concili con l'entità degli investimenti, così da evitare il ricorso ad importazioni nette dall'estero. Naturalmente non è indifferente il settore di formazione del risparmio: quanto minore è la quota dell'autofinanziamento delle imprese tanto maggiore è la creazione di credito interno e quindi più elevato il flusso di attività finanziarie, con conseguente maggiore probabilità di allocazione all'estero in funzione delle scelte di portafoglio delle famiglie.

Da quanto precede si può osservare che le argomentazioni critiche al modello del Johnson, desunte dal modello Keynesiano, vogliono in sostanza tener conto dell'esistenza di situazioni di sottoccupazione delle risorse nazionali, che consentono alla politica monetaria di concorrere alla espansione del reddito interno, senza che la spesa aumenti in proporzione.

La scelta dell'uno o dell'altro modello di politica economica nazionale deve pertanto essere affidata all'indagine empirica non già ad uno schema di logica a priori di supposta validità costante e universale. Se poi si considera che la domanda di moneta è funzione inversa del livello dei tassi di interesse, l'effetto di una politica monetaria espansiva sulla bilancia dei pagamenti sarà collegato all'incidenza che esercita sull'elasticità dei movimenti

di capitali alle variazioni dei tassi. Anche per questo motivo la risposta è incerta e non è univoca nei confronti della politica monetaria espansiva. In verità neppure l'indagine empirica puntuale può dare una risposta valida in termini assoluti, perché riflette comportamenti transeunti destinati a mutare nel tempo in funzione delle aspettative mutevoli degli operatori. Le soluzioni di fondo non possono quindi essere ricercate in un quadro operativo avente un limitato orizzonte temporale, bensì in un modello di intervento che prenda in considerazione anche le esigenze di lungo periodo.

L'approccio basato sul saldo globale delle operazioni autonome di bilancia dei pagamenti, dà rilevanza all'incidenza monetaria delle operazioni medesime, mentre quello tradizionale per settori, basato sull'andamento delle partite correnti e dei movimenti di capitali, tende ad individuare i singoli fattori causali di incidenza dei rapporti con l'estero sull'economia di un paese. A ben considerare, un approccio integra l'altro, in quanto assume importanza determinante per la valutazione sull'incidenza della politica monetaria sul processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti, la conoscenza delle elasticità dei fattori che operano sia sull'andamento degli scambi di merci e servizi, sia in relazione ai rapporti comparativi di prezzo e di reddito, sia sui movimenti di capitali, in relazione al differenziale dei tassi d'interesse e di profitto, alle previste variazioni dei tassi di cambio e alla situazione politica e strutturale in senso lato del paese.

Pertanto il giudizio comparativo sulla politica dei vari paesi volta a neutralizzare le variazioni derivanti dalla componente esterna, può essere formulato soltanto mediante un'adeguata ponderazione degli effetti che le varie elasticità determinano sull'economia dei singoli paesi.

Ciò che appare evidente in ogni caso è l'esigenza di fare sempre ricorso, nella scelta delle vie da seguire per il processo di aggiustamento, a metodi di analisi empirici, volti a risolvere la complessa problematica economica caso per caso, facendo appello ad un ampio strumentario di politica economica, non solo di carattere monetario, ma anche fiscale e dei redditi, ciascuno con un proprio specifico obiettivo.

Gli indirizzi concreti di politica economica devono quindi formare oggetto di ricerche intese a definire, per usare un lin-

guaggio crociano, un universale-concreto. In questa ricerca si possono innestare indagini riguardanti i criteri d'intervento seguiti dalle autorità economiche, il grado e i modi di integrazione con l'estero, sia per scambi di merci e servizi, sia per trasferimenti di capitali, ma soprattutto, attualmente, le reazioni del mondo del lavoro alle variazioni dei prezzi e del costo della vita, nonché i comportamenti oligopolistici delle imprese operanti su scala internazionale. L'esperienza degli anni recenti pone in evidenza, da un lato, che un peggioramento della ragione di scambio, tende a produrre un permanente incremento nel tasso di inflazione in quanto i salariati si oppongono ad una riduzione del tenore di vita; dall'altro che l'aumento dei prezzi è spesso dannoso all'impresa che per prima lo introduce, in quanto incide sulla quota di mercato dell'impresa stessa, mentre la riduzione dei prezzi spesso non giova all'impresa che per prima lo applica, poiché le imprese concorrenti operano nella stessa direzione. Non è tanto la politica di prezzo che fa guadagnare quote di mercato, quanto piuttosto la tecnologia avanzata e la qualità del prodotto.

In ogni caso è da ritenere che nella misura in cui gli squilibri di bilancia dei pagamenti non sono originati da fattori temporanei e accidentali, ma riflettono uno squilibrio interno dell'economia o divergenze strutturali tra l'evoluzione di un paese e quella del resto del mondo, le variazioni di parità monetaria non risolvono il problema dell'equilibrio esterno del paese. Le variazioni di parità non possono infatti in alcun modo sostituire gli aggiustamenti interni che sono necessari per eliminare gli scompensi dell'economia, di cui gli squilibri con l'estero sono soltanto il più delle volte la manifestazione esterna.

7. *L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti in regime di cambi fissi e di cambi fluttuanti.*

In regime di cambi fissi, la correzione degli squilibri di bilancia dei pagamenti è affidata, *prima facie*, alla variazione dell'offerta di moneta da parte delle autorità monetarie mediante interventi sul mercato dei cambi, volti ad assorbire, dato un determinato tasso di cambio, le eccedenze o a coprire le deficienze nell'offerta di moneta estera a fronte della moneta nazionale.

Questo sistema non esclude la variazione del tasso di cambio, sempre che l'aggiustamento abbia luogo per decisione delle autorità monetarie.

In regime puro di cambi fluttuanti, la correzione degli squilibri di bilancia dei pagamenti è invece affidata alla modifica del tasso di cambio ad opera del mercato, in relazione alla domanda ed offerta di valuta estera contro moneta nazionale, senza che abbia luogo un trasferimento di fondi avente carattere compensativo.

In relazione a quanto precede si può osservare che i rapporti economici con l'estero di un paese trovano immediato riflesso: *a)* nella componente monetaria, in regime di cambi fissi, *b)* nella componente reale in regime di cambi fluttuanti. Pertanto, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti di un paese risulta strutturalmente affidato: *a)* in regime di cambi fissi, alla variazione in volume dei consumi e degli investimenti, derivante dalla modifica relativa fra l'interno e l'estero del livello generale dei prezzi; *b)* in regime di cambi fluttuanti, alla variazione in volume dei consumi e degli investimenti, derivante dallo spostamento della domanda interna ed estera per modifica della curva di trasformazione della produzione.

Nel primo caso tende ad essere salvaguardata la divisione internazionale del lavoro, a spese della piena occupazione interna; nel secondo è invece piuttosto perseguita la piena occupazione interna, a detrimento degli scambi internazionali. Il livello dei prezzi risulta determinato nel primo caso, dalle esigenze di equilibrio della bilancia dei pagamenti, nel secondo dalla politica dell'occupazione interna. Occorre precisare che il regime dei cambi fissi non sacrifica necessariamente la piena occupazione di un paese, ma la condiziona alla adozione di congrui modelli di sviluppo, che promuovono l'espansione delle esportazioni attraverso un andamento dei prezzi e dei salari collegato al tasso di disoccupazione, così come è rappresentato dalla curva di Phillips. D'altra parte è anche da considerare che, in regime di cambi fissi, l'incidenza della componente monetaria di bilancia dei pagamenti sugli aggregati economici nazionali può variare sensibilmente da paese a paese per l'intervento, sia di fattori endogeni (elasticità di prezzo, elasticità di reddito, elasticità di tasso d'interesse e di profitto, ripercussione del fattore estero),

sia di fattori esogeni (istituzionali e strumentali), sia infine della funzione svolta dalla moneta di un paese nel quadro di creazione degli strumenti di liquidità internazionale. Del pari è da tener presente che il sistema di cambi fluttuanti tende ad operare sull'economia dei singoli paesi, attraverso le variazioni di reddito che determina, in misura tanto più intensa quanto più ampia è l'apertura verso l'estero.

In linea di principio, il modello operativo proprio del sistema dei cambi fissi è informato a indirizzi di politica volti all'integrazione con l'estero ed alla disciplina internazionale nel campo economico, mentre il modello operativo del sistema dei cambi fluttuanti si propone di preservare l'autonomia nazionale nella condotta della politica economica. Queste proposizioni configurano in termini estremi le caratteristiche dei due sistemi di cambio, tendendo a rappresentare in forma stilizzata due diverse modalità di comportamento. Nella realtà, sia l'uno che l'altro sistema risultano temperati dalle concrete politiche monetarie e di cambio, dalla regolamentazione delle operazioni con l'estero e dalle sottostanti situazioni di occupazione delle risorse dei vari paesi. Le possibili combinazioni di strumenti ed obiettivi, associate alle multiformi situazioni di carattere interno dei vari paesi, alle differenti modalità di controllo delle operazioni con l'estero e alle diverse elasticità di prezzo, di reddito, di tassi d'interesse e di profitto, possono anche condurre all'attuazione di sistemi ibridi, che, pur essendo formalmente di cambi fissi sono orientati in ultima istanza, al perseguimento di interessi prevalentemente nazionali, anziché alla disciplina e all'integrazione delle economie internazionali. D'altra parte possono anche essere operanti sistemi di cambi fluttuanti che prevedono interventi da parte delle autorità monetarie intesi a regolare le oscillazioni di cambio del mercato, così da dare origine a sistemi amministrati di cambi fluttuanti.

Il corretto funzionamento del sistema dei cambi fissi richiede non soltanto che siano accolte pronte modifiche di parità ove subentrino squilibri strutturali, sia negativi sia positivi, di bilancia dei pagamenti, ma anche che si abbia una struttura monetaria internazionale simmetrica per tutti i paesi, così da evitare discriminazioni di trattamento fra i paesi nell'attuazione del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

A questo riguardo è da considerare che il paese a moneta riserva senza impegno di convertibilità fruisce di un grado di libertà che gli consente di condurre una politica monetaria e fiscale interna, indipendente dall'andamento della bilancia dei pagamenti, mentre risultano condizionati il tasso d'inflazione esterno e la condotta economica degli altri paesi. L'abbandono del sistema dei cambi fissi si collega in larga misura proprio alla sostituzione del tipo oro-dollaro col tipo dollaro, in quanto ha posto le premesse per la creazione di un sistema monetario internazionale discriminatorio a favore degli Stati Uniti nel quadro del processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Accanto a questa motivazione hanno anche concorso alla sostituzione del sistema dei cambi fissi con quello dei tassi fluttuanti i massicci spostamenti di fondi a breve non sottoposti a controllo mediante accordi internazionali, nonché l'affievolimento nei singoli paesi dell'*animus* necessario a rendere compatibile lo sviluppo interno con le esigenze di integrazione con l'estero in un quadro di disciplina internazionale. In questo quadro operativo si veniva a trascurare di considerare che la variazione del tasso di cambio non può essere uno strumento sostitutivo, ma soltanto integrativo delle politiche economiche interne necessarie per eliminare gli squilibri di bilancia dei pagamenti. L'intervento delle autorità economiche nazionali nella scelta delle modalità di aggiustamento non può invero risolversi soltanto in direttive di variazione del tasso di cambio, ma anche in misure correttive di carattere interno.

Sotto questo profilo sembra opportuno sottolineare quanto sia tuttora essenziale preservare, nella riforma del sistema monetario internazionale, lo spirito di Bretton Woods, volto a perseguire l'integrazione delle economie nazionali attraverso la disciplina internazionale e quindi a sollecitare l'adozione di obiettivi parametri di riferimento nella condotta economica dei singoli paesi.

8. *Il processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti nel quadro della collaborazione internazionale.*

La ricerca di adeguate azioni correttive degli squilibri di bilancia dei pagamenti va ora integrata prendendo anche in esame le modalità di applicazione del sistema dei cambi fissi. Invero

L'adozione di questo sistema non significa necessariamente che i tassi di cambio di un paese debbano restare immutati nel tempo e neppure che il processo di aggiustamento debba sempre aver luogo attraverso la componente monetaria interna, qualunque sia il fattore di squilibrio. Affinché il sistema dei cambi fissi sia funzionale deve anzi essere aperto a pronte modifiche del cambio di parità, quando si presentano squilibri di bilancia dei pagamenti suscettibili di correzione mediante spostamento della spesa interna ed estera verso la produzione interna. Sotto questo profilo assume rilevanza la precisa conoscenza dei fattori che determinano lo squilibrio di bilancia dei pagamenti e delle possibilità di reazione dell'economia interna ed estera. In questo stadio, ricognitivo della situazione e delle misure di aggiustamento da adottare, sono essenziali le valutazioni che discendono dalle elasticità di prezzo e di reddito e dal grado di occupazione delle risorse nazionali. L'autonomia nella condotta della politica dei tassi d'interesse all'interno di un paese, implicitamente, può condizionare il livello di cambio della moneta nazionale, nel senso che detta politica può determinare squilibri globali di bilancia dei pagamenti tali da richiedere rettifiche del tasso di cambio. Se poi la politica monetaria è anche strumentale, sia pure in modo indiretto per il finanziamento del Tesoro, le possibilità di perseguire politiche di cambi fissi si attenuano ulteriormente mentre tendono a rafforzarsi e a estendersi le pressioni inflatorie. L'autonomia della politica monetaria in rapporto all'andamento del saldo globale di bilancia dei pagamenti in regime di cambi fissi, è in ogni caso fenomeno di breve periodo, specie se è modesto il volume disponibile delle riserve ufficiali sull'estero. Ne segue che le decisioni in materia di politica monetaria vanno collegate non già a situazione di breve ma di lungo periodo, ove si voglia evitare il vincolo di bilancia dei pagamenti in regime di cambi fissi.

Il rigetto della variazione della parità di cambio, in ossequio all'obiettivo dell'integrazione economica con l'estero, inteso come giudizio di valore, non va realizzato mediante un comportamento *ex post* ma con un comportamento *ex ante*, perché anche nel quadro operativo del sistema dei cambi fissi occorre, ove siano stati superati i limiti compatibili con l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, riconoscere l'accaduto, come fatto irre-

versibile accogliendo prontamente quelle variazioni del tasso di cambio che la situazione dovesse suggerire.

L'adozione da parte di un paese di cambi fluttuanti, in una situazione di bilancia dei pagamenti strutturalmente squilibrata influisce sul processo di aggiustamento secondo modalità che risentono l'influenza non solo dei normali ritardi operativi delle elasticità di prezzo, ma anche delle aspettative a breve termine sull'andamento del tasso di cambio. I primi agiscono sulle partite correnti, gli altri sui movimenti di capitali, così da determinare variazioni nel saldo globale di bilancia dei pagamenti che alterano il sentiero che conduce verso l'equilibrio (9).

Nel corso del processo di aggiustamento, i movimenti di capitali a breve termine non risultano collegati alla modifica dei costi di trasformazione dei capitali esteri e viceversa, bensì alle aspettative immediate di variazione dei tassi di cambio, cosicché incidono sul saldo globale di bilancia dei pagamenti in modo analogo a quello delle elasticità di prezzo.

All'effetto perverso di breve periodo operante sugli scambi di merci e servizi si viene così a cumulare quello derivante dai movimenti di capitali a breve termine.

Ne segue che la politica dei tassi fluttuanti di un paese tende a sovraccorreggere il tasso di cambio, cosicché il trasferimento reale risulta sovra o sotto effettuato. In prima approssimazione si può presumere che il processo ora indicato dia origine ad un allungamento del sentiero (non più rettilineo ma a spirale) che conduce verso l'equilibrio del tasso di cambio, restando immutato il punto finale. Di fatto è però anche da considerare l'incidenza che l'aggravamento iniziale dello squilibrio di bilancia dei pagamenti esercita sul livello dei prezzi e quindi sulla domanda e sull'offerta di merci e servizi del paese che deve correggere lo squilibrio, in quanto tale incidenza determina uno spostamento dal punto di equilibrio finale e precisamente dà origine ad un tasso di cambio più apprezzato, in caso di avanzo di bilancia dei pagamenti, o più deprezzato, in caso di disavanzo, rispetto al tasso di cambio che si sarebbe formato ove la rettifica fosse stata compiutamente realizzata in un dato istante, essendo operante il sistema dei cambi fissi.

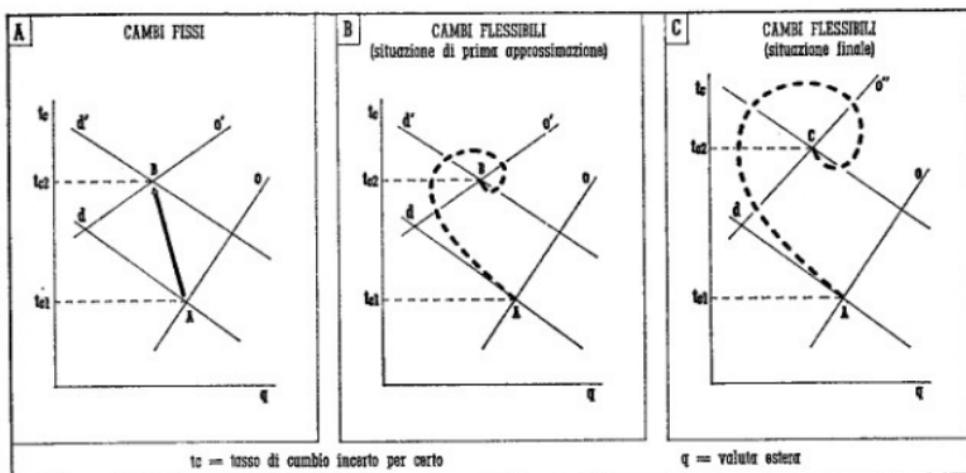
(9) Le considerazioni che seguono sono state attinte al mio articolo: *L'esperienza italiana in materia di cambi fluttuanti e il serpente comunitario - Contributi alla ricerca economica*, Banca d'Italia, dicembre 1973.

La via verso l'equilibrio ha la forma di una spirale che conduce a un punto conclusivo diverso da quello che si realizza con la modifica istantanea del tasso di cambio, propria del sistema dei cambi fissi.

Ciò significa che l'azione sui prezzi, deflatoria nel primo caso, inflatoria nel secondo, è più accentuata, e che la correzione dello squilibrio di bilancia dei pagamenti si ripercuote in particolare sui percettori di redditi fissi e sui detentori di attività monetarie e creditizie.

Fig. 1

MODUS OPERANDI DEI SISTEMI DI CAMBI FISSI E FLESSIBILI



Nella Fig. 1 si è illustrato il *modus operandi* del sistema dei cambi fissi e del sistema dei cambi fluttuanti sul livello dei tassi di cambio, in una situazione largamente deficitaria di bilancia dei pagamenti. Precisamente si è illustrato il *modus operandi*: a) del sistema dei cambi fissi nella Fig. 1A; b) del sistema dei cambi flessibili, a prescindere dall'incidenza delle variazioni di cambio sul livello dei prezzi interni nella Fig. 1B; c) del sistema dei cambi flessibili, tenuto conto dell'incidenza delle variazioni di cambio sul livello dei prezzi interni nella Fig. 1C.

Le considerazioni ora svolte sul *modus operandi* dei sistemi di cambio fissi e flessibili non implicano alcuna presa di posizione sulla natura stabilizzante o destabilizzante della speculazione, in quanto non implicano un giudizio di merito sul carattere regressivo o estrapolativo delle aspettative. Queste discendono dall'ap-

prezzamento della situazione di cambio esistente rispetto a quella ritenuta normale o di equilibrio e quindi possono essere di tipo regressivo o estrapolativo a prescindere dal sistema di cambio fisso o fluttuante seguito. È tuttavia da ammettere che la speculazione contro una parità data comporta costi trascurabili se essa viene difesa, mentre implica profitti considerevoli se la parità viene alterata.

La funzione delle autorità monetarie nel mercato dei cambi, più che a quella di strumento passivo in un processo di tâtonnement walrasiano, può essere paragonato a quella dell'intermediario che la moderna teoria monetaria (10) sta elaborando: la funzione attiva di chi mira ad interpretare le tendenze di fondo garantendo la continuità delle operazioni con le scorte di cui dispone e attenuando le fluttuazioni di breve periodo.

In linea di principio la ricerca del tasso di cambio dovrebbe esaurirsi in un breve periodo di tempo: individuate le tendenze di fondo, si dovrebbe procedere alla fissazione della nuova parità, per evitare che fenomeni di tipo speculativo sorgano proprio in funzione del permanere del cambio fluttuante. Lo strumento attivo di ricerca per tentativi ed errori potrebbe allora trasformarsi in strumento passivo di registrazione di eventi imposti dall'esterno.

In un sistema generalizzato di tassi di cambio fluttuanti quale si sta attualmente sperimentando, la variazione di cambio di una moneta assume valore soltanto relativo, non essendo collegato ad uno specifico parametro di riferimento. Detta variazione tende ad operare sugli scambi internazionali in misura più sensibile di quanto non appaia dalle percentuali di variazioni dei tassi di cambio, se si considera che per i singoli operatori hanno rilevanza le operazioni di cambio bilaterali non già quelle multilaterali di carattere ponderato e in parte di segno contrario. Sotto questo profilo sembra lecito il rilievo che le variazioni medie ponderate di cambio, in un sistema generale di cambi fluttuanti, tendono ad operare, nel breve periodo, in senso perverso, in misura più accentuata che in un regime di cambi fissi.

Se ora si tiene presente che attualmente:

(10) Cfr. il volume a cura di R. W. CLOWER, *Monetary Theory*, Penguin Books, 1969.

a) è operante un sistema internazionale di cambi fluttuanti;

b) il parametro di riferimento delle monete è il DSP;

c) il DSP è basato su un paniere di sedici monete aventi peso diverso (11), secondo l'importanza economica dei paesi creatori delle monete prese in considerazione;

si può osservare che l'obiettivo della stabilità di cambio della moneta nazionale perseguito da un paese si pone in termini diversi rispetto a quando era vigente il tipo aureo in quanto si deve ora ragguagliare, in linea di principio, ad un parametro, il DSP, che non è più in funzione di un dato peso della merce oro, bensì di un aggregato di monete.

Le singole monete, componenti il DSP, pertanto concorrono, tanto più quanto maggiore è il loro peso, alla determinazione del loro valore esterno e quindi ad autogenerare parzialmente il contenuto del parametro di riferimento della propria moneta.

Con questo sistema, il dollaro ha un notevole rilievo nella determinazione del DSP e quindi una funzione importante come termine di riferimento delle altre monete, ma di certo un peso attenuato rispetto al tipo dollaro, operante, formalmente dall'agosto 1971, ma di fatto saltuariamente già nel corso degli anni sessanta.

La considerazione che l'incidenza della variazione del tasso di cambio sul reddito interno dei singoli paesi è tanto maggiore quanto più è aperta l'economia di un paese, induce a ritenere che la nuova struttura del DSP, ossia il suo legame ad un paniere di monete nazionali, possa favorire la formazione di aree monetarie nell'ambito delle operazioni con l'estero, al fine di regolare i rapporti interni con sistemi di cambio relativamente fissi, e quelli esterni con le altre aree mediante fluttuazioni di cambio.

Ma come può operare l'attuale sistema monetario internazionale in presenza di un avanzo di liquidità a favore dei paesi

(11) Le monete considerate nel DSP e l'importanza relativa (in parentesi: unità di valute nazionali; peso in per cento) sono le seguenti:

dollaro USA (0,40; 33,0), marco tedesco (0,38; 12,5), sterlina inglese (0,045; 9,0), franco francese (0,44; 7,5), yen (26,0; 7,5); dollaro canadese (0,071; 6,0), lira italiana (47,0; 6,0), fiorino olandese (0,14; 4,5), franco belga (1,6; 3,5), corona svedese (0,13; 2,5), dollaro australiano (0,012; 1,5), corona danese (0,11; 1,5), corona norvegese (0,099; 1,5), peseta spagnola (1,1; 1,5), scellino austriaco (0,22; 1,0), rand (0,0082; 1,0).

produttori di petrolio, valutabile per il periodo 1974-1980, intorno ai 200 miliardi di dollari? (12).

A questo riguardo è da porre in evidenza che l'aumento del prezzo del petrolio, nel determinare una maggiorazione in termini monetari degli scambi mondiali, suggerisce la creazione di strumenti di liquidità internazionale integrativi di quelli esistenti, che traggono origine da signoraggio internazionale, ossia abbiano la natura dei DSP, non già quella di monete nazionali riserva. Accanto a questa forma di finanziamento occorre anche considerare nei confronti di alcuni paesi, l'esigenza di attivare la componente oro delle riserve ufficiali (attualmente congelata al prezzo ufficiale di 42,22 dollari l'oncia a fronte di un prezzo di mercato all'incirca quadruplo) senza intaccare il principio volto a ridurre gradualmente le funzioni e lo *status* dell'oro nelle riserve ufficiali a vantaggio dei DSP.

In questo quadro operativo si deve convenire che la distribuzione di DSP sia differenziata in relazione diretta al parametro delle maggiorazioni dei costi delle importazioni di prodotti petroliferi e inversa a quello delle riserve ufficiali nette detenute previa rivalutazione dell'oro al prezzo di mercato, stabilendo nel contempo che l'assegnazione sia gratuita per i paesi meno sviluppati e a un basso tasso d'interesse per gli altri paesi.

Uno strumento che assume rilievo per il finanziamento degli attuali squilibri di bilancia dei pagamenti è anche quello del mercato delle eurovalute o, in senso lato, delle xenovalute, ossia del mercato delle operazioni in valuta diversa da quella del paese ove la banca raccoglie i relativi depositi ed effettua gli impieghi. Si tratta però di fare ricorso ad un'arma che può rivelarsi a doppio taglio, ove si ponga mente che in tal modo si potenzia un mercato che per sua natura è fonte di creazione incontrollata di liquidità internazionale.

Le varie forme di finanziamento prospettate mirano a neutralizzare la pressione deflatoria che potrebbe derivare da un comportamento generalizzato di riduzione quantitativa delle importazioni imposto dalle esigenze di copertura di quegli squilibri di bilancia dei pagamenti che derivano da una domanda di petrolio anelastica nel breve periodo, alle variazioni di prezzo. In ogni

(12) Le considerazioni che seguono sono state attinte al mio volume: *La crisi petrolifera e l'Italia*, in «Quaderni di Ricerche Einaudi», n. 14.

caso occorre evitare un comportamento restrittivo generalizzato, che sarebbe inefficace per il principio logico della fallacia di composizione. Mediante l'espansione della liquidità internazionale si tende a sostenere l'entità degli scambi fra i paesi utilizzatori di petrolio, così da attenuare l'incidenza negativa che l'aumento del costo del petrolio esercita sul consumo e sugli investimenti interni di questi paesi, evitando che si cumuli con l'effetto depressivo sul reddito reale della comunità internazionale nascente dalla limitazione generalizzata delle importazioni. In altre parole si vuole impedire che la maggiorazione dei costi dovuta all'aumento di prezzo del petrolio si associ a quella derivante dalla condotta di politiche economiche autarchiche, con effetto negativo moltiplicato sul livello dei consumi e sull'efficienza degli investimenti. La soluzione va infine anche cercata nell'ampliamento dei prestiti di carattere internazionale e nella composizione dei paesi beneficiari, così da includere, con l'interposizione della Banca mondiale e delle altre organizzazioni internazionali, i paesi in via di sviluppo e avviare un processo tripolare (paesi esportatori di petrolio, paesi in via di sviluppo, paesi industriali) di espansione del commercio mondiale.

Nel quadro operativo di aggiustamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti dovuto all'aumento del prezzo del petrolio possono anche essere considerate le variazioni nei rapporti di cambio fra le monete. Alcuni paesi sono più dipendenti dalle importazioni petrolifere in termini sia di valore presente sia di valore futuro: questi paesi devono essere sollecitati a migliorare la loro bilancia commerciale, attraverso una espansione delle esportazioni verso i paesi OPEC e verso i paesi meno dipendenti dalle importazioni di petrolio. L'azione va pertanto svolta anche nei confronti dei paesi importatori di petrolio aventi un avanzo globale.

Una nota di cautela occorre in ogni caso avanzare circa il funzionamento delle variazioni del tasso di cambio nelle attuali circostanze. Oltre che l'incidenza perversa nel breve periodo delle variazioni di cambio, è da considerare che la svalutazione tende a creare una pressione inflatoria interna che dissipa in breve i guadagni delle variazioni di cambio. In regime di tassi di cambio fluttuanti al fine di compensare gli squilibri passivi di bilancia dei pagamenti si scivola facilmente in una situazione di iperinflazione.

Bibliografia

- J. S. MILL, *Principles of Political Economy*, reprint of 7th ed, 1971, Sir W. J. Ashley ed. 1909.
- D. HUME, *Political Discourses* (1752), in *Essays Moral, Political and Literary*, T. H. Green and T. H. Grose ed. 1875.
- K. WICKSELL, *International Freights and Prices*, in «The Quarterly Journal of Economics», Harvard University Press, February 1918.
- B. OHLIN, *The Reparations Problem*, in «The Index», 1928, New York Trust Company.
- F. W. TAUSSIG, *International Trade under Depreciated Paper*, in «Quarterly Journal of Economics», XXXI, (1917).
- S. S. ALEXANDER, *The Effect of a Devaluation in the Trade Balance*, in «IMF Staff Papers», vol. 2, no. 2, 1952.
- H. G. JOHNSON, *International Trade and Economic Growth*, George Allen and Unwin Ltd, London 1958.
- H. G. JOHNSON, *The Monetary Approach to Balance of Payments Theory*, Monte dei Paschi di Siena, «Economic Notes», January-April 1972.
- R. W. CLOWER, *Monetary Theory*, Penguin Books, 1969.
- F. MASERA, *La crisi petrolifera e l'Italia*, in «Quaderni di Ricerche», Einaudi, n. 14.