

## Il futuro regime dei tassi di cambio

### Premessa

Il crollo, avvenuto nel marzo del 1973, del sistema nato dagli accordi di Bretton Woods non fu addebitato ad una struttura irrealistica dei tassi di cambio correnti: di fatto, tale struttura rimase in gran parte invariata nei mesi che seguirono l'adozione generalizzata di cambi fluttuanti; quando poi mutò nell'estate del 1973, molti ritennero che i mutamenti fossero in larga misura ingiustificati. La causa non è nemmeno da ricercare nel persistente deficit della bilancia dei pagamenti del principale paese a moneta di riserva: tale deficit determinò senza dubbio l'abbandono della convertibilità del dollaro nell'agosto del 1971, ma non fu all'origine del rifiuto del sistema allora in vigore, rifiuto che avvenne circa venti mesi più tardi. Le cause sono più profonde e risiedono nella natura stessa del regime dei tassi di cambio.

Il fatto cruciale è che il meccanismo stabilito a Bretton Woods per modificare i tassi di cambio (il cosiddetto « adjustable peg », o « cambi fissi modificabili ») è intrinsecamente incompatibile col grado di mobilità dei capitali sviluppatosi nell'ultima parte degli anni « sessanta ». La teoria dell'equilibrio di portafoglio ci dice che i privati, quando sono liberi di farlo, si spostano in modo massiccio da un'attività all'altra, qualora abbiano l'opportunità di ottenere, in tal modo, un guadagno esente da rischi; e proprio quest'opportunità è loro offerta dall'« adjustable peg » ogni qual volta sorga l'esigenza di una notevole variazione dei tassi di cambio. Né il tasso di cambio né il saggio d'interesse possono essere « aggiustati » immediatamente, in modo da neutralizzare l'incentivo a spostare fondi determinato dalle aspettative di una variazione della parità. In generale, non si consentono « immediate » modificazioni del tasso di cambio; e il saggio di interesse non può variare in misura sufficiente perché variazioni discontinue attese nei tassi di cambio di mercato non possono essere neutralizzate da differenziali limitati tra i saggi di

interesse. Di conseguenza, sviluppatasi la mobilità del capitale, il sistema era destinato a crollare, come infine avvenne nel marzo del 1973 (1).

Circa due settimane dopo il collasso del sistema, quando il Comitato dei Venti decise di ribattezzare, anziché riformare, il regime dei tassi di cambio (chiamandolo « stable but adjustable par values » in luogo di « adjustable peg »), divenne chiaro che l'ambizioso tentativo di stendere una nuova costituzione monetaria mondiale era fallito. Naturalmente, del lavoro del Comitato qualcosa di più produttivo avrebbe potuto essere salvato, malgrado certi incidenti bizzarri (il Comitato per esempio costituì un gruppo di lavoro per studiare i rimedi contro movimenti destabilizzanti di capitale subito dopo aver affermato la propria fiducia in un regime di cambi che di quei movimenti è la condizione necessaria e sufficiente); ma una riforma che incorpori una soluzione impraticabile di un problema centrale com'è quello della regolazione dei tassi di cambio non può essere una riforma durevole. Se non si vuole che futuri tentativi di riforma delle relazioni monetarie mondiali siano ugualmente destinati al fallimento, è necessario un approccio più realistico a questo problema centrale. Il presente lavoro si propone di fornire un contributo in questa direzione.

### Le possibili soluzioni

Si è già notato come, nelle attuali condizioni di mobilità del capitale, nessun sistema basato su « parità fisse ma aggiustabili » possa funzionare. Parimenti, si possono subito scartare entrambi i casi estremi: tassi di cambio completamente fissi da una parte, e liberamente fluttuanti dall'altra.

Tassi di cambio completamente fissi non possono essere adottati perché, per mantenerli, i paesi debbono osservare le regole del « gold-standard »: debbono cioè aumentare (diminuire) l'offerta di moneta in caso di surplus (deficit) della bilancia dei pagamenti, senza tener conto della situazione economica interna. I governi non intendono accettare questa rinuncia alla sovranità monetaria, e a mio

(1) Non posso resistere alla tentazione di citare un mio scritto del 1965: « ... è poco probabile che il sistema delle parità fisse aggiustabili funzioni all'infinito. Se le parità sono esposte a balzi, la speculazione destabilizzante continuerà ad aumentare... ». J. WILLIAMSON, *The Crawling Peg*, Princeton Essays in International Finance, n. 50, 1965, p. 8.

avviso giustamente, almeno finché non si giunga a un grado elevato d'integrazione fiscale, che incorpori un'attiva politica regionale (2).

I governi sono pure poco propensi ad accettare tassi di cambio liberamente fluttuanti, a rinunciare cioè a qualsiasi intervento. Anche questo atteggiamento mi sembra giustificato. E' noto che l'attività speculativa è essenziale alla stabilità dinamica del mercato dei cambi (3); ma le recenti esperienze hanno reso drammaticamente evidente il danno che essa arreca al settore privato. Ciò spiega perché, in contrasto con le speranze di molti fautori di tassi fluttuanti, i cambi siano stati così instabili nel periodo della fluttuazione: soltanto ampie oscillazioni dei tassi di cambio, che li portino al di là di ogni ragionevole stima della loro zona di equilibrio, si dimostrano capaci di provocare un adeguato volume di speculazione stabilizzante (4). In tali circostanze, non occorre una « gestione » particolarmente raffinata del tasso di cambio per consentire agli interventi della Banca centrale di correggere i risultati dell'azione automatica del mercato.

Una soluzione che non può essere respinta come impraticabile o inaccettabile è invece il sistema di « fluttuazione controllata » (« managed floating ») emerso dopo il marzo 1973. Esistono ora sedici monete che fluttuano indipendentemente (v. Appendice), nel senso che i governi che le controllano non si preoccupano di fissare i loro tassi di cambio entro estremi (margini) dichiarati o impliciti nei confronti di una qualsiasi altra moneta, gruppo di monete o moneta composita. Tranne uno, tutti i paesi in questione fin dall'inizio della fluttuazione hanno continuato a intervenire pesantemente sui tassi di cambio delle rispettive monete; la politica d'intervento si è, se mai, intensificata, piuttosto che attenuata (5). L'eccezione riguarda gli Stati Uniti, che hanno in larga misura mantenuto il loro atteggiamento passivo sul mercato dei cambi.

(2) Ho trattato ampiamente questo argomento in « The Impact of European Monetary Integration on the Peripheral Areas », in J. Vaizey (ed.), *Regional Policy and Economic Sovereignty*, di prossima pubblicazione.

(3) E' fondamentale l'articolo di A. J. C. BIRTON, « The Dynamic Stability of the Foreign Exchange Market », in *Economic Journal*, marzo 1970.

(4) Qualcuno dirà che le ampie oscillazioni sono in larga misura il riflesso di politiche governative imprevedibili. Si può essere d'accordo con questa affermazione e tuttavia essere favorevoli a politiche di interventi: a) perché è probabile che le Banche centrali siano relativamente avvantaggiate nel prevedere le politiche governative; b) perché queste possono essere più facilmente prevedibili se il tasso di cambio non viene trattato come un residuo di poca importanza.

(5) J. WILLIAMSON, « Increased Flexibility and International Liquidity », lavoro presentato allo Williamsburg Meeting del Burgenstock Group, maggio 1974.

Un'altra possibile soluzione sarebbe l'adozione di « parità mobili » (« crawling peg »). La caratteristica essenziale del « crawling peg » non ha nulla che fare con i particolari valori originariamente escogitati per illustrare la velocità e la frequenza con cui aggiustare le parità, né con le formule che, in alcune varianti, avrebbero dovuto determinare il momento in cui effettuare tali aggiustamenti. Il concetto centrale è questo: se si deve rispettare l'obbligo di difendere i rigidi margini impliciti in un sistema di cambi fissi e se, nello stesso tempo, si debbono modificare le parità stesse senza sconvolgere il sistema, è necessario che aspettative di future variazioni di parità siano in grado di far variare i *saggi di interesse* in modo tale da ristabilire l'equilibrio di portafoglio. Ciò implica, a sua volta, che le variazioni della parità siano abbastanza piccole da evitare la presunzione che esse siano seguite da improvvisi movimenti nel tasso di cambio di mercato. Quanto piccole debbano essere è materia opinabile; ma si può supporre che variazioni del 2 per cento della parità possano essere assorbite senza problemi in un regime in cui i margini di oscillazione consentiti siano del  $2\frac{1}{4}$  per cento (cioè con bande del  $4\frac{1}{2}$  per cento). E' chiaro che l'adozione di parità mobili non potrebbe dare i benefici attesi se fosse inserita come accessorio in un sistema di « adjustable peg »: occorrerebbe escludere, contemporaneamente, sia più ampie variazioni di parità sia fluttuazioni temporanee.

Attualmente, cinque paesi adottano parità mobili (Brasile, Cile, Columbia, Uruguay e Vietnam); ed è opinione diffusa che tale sistema abbia consentito loro di neutralizzare efficacemente gli effetti sui conti con l'estero degli elevati tassi di inflazione interni. Si è talvolta sostenuto che queste esperienze favorevoli sono senza valore per le maggiori nazioni industrializzate; ma non sembra che sia stato fornito nessun sostegno analitico a tale asserzione, né mi pare ce ne siano di evidenti. Le parità mobili dovrebbero perciò essere considerate una valida alternativa. Nella prossima sezione se ne confronteranno i vantaggi con quelli di un sistema di fluttuazione controllata.

### Fluttuazione controllata e parità mobili

Una fluttuazione controllata, rispetto a parità mobili, ha il vantaggio di rendere possibili immediate variazioni dei tassi di cambio, senza che sia necessario legare ad esse i differenziali dei

saggi di interesse per un lungo periodo di aggiustamento. Sono vantaggi considerevoli: è infatti intrinsecamente oneroso differire gli aggiustamenti e subordinare la politica monetaria alle necessità dei rapporti con l'estero; non solo, ma, poiché i benefici delle parità mobili vanno in larga misura alla comunità internazionale nel suo complesso — sotto forma di fiducia nella perpetuazione del sistema — mentre i costi ricadono ogni volta sul particolare paese in squilibrio, vi sarebbe sempre la tentazione di infrangere le regole del sistema.

Inoltre, in un sistema di fluttuazione controllata, il non dover difendere margini rigidamente definiti rende i paesi più liberi di usare la politica monetaria in senso anticiclico. In particolare, quel sistema permette di evitare che l'afflusso di capitali vanifichi le possibilità di controllo dell'offerta di moneta all'interno quando una politica monetaria restrittiva spinge i tassi di interesse verso l'alto, e similmente che i rapporti con l'estero costituiscano un impedimento a un indirizzo di denaro facile in una fase di recessione. Questo argomento, tuttavia, non persuade quanto i precedenti, non soltanto per la dubbia efficacia di « accurate sintonizzazioni » (il cosiddetto « fine tuning ») della politica monetaria, e non soltanto perché un'ampia banda di oscillazioni può già fornire notevoli possibilità a politiche congiunturali indipendenti, ma fondamentalmente perché non è affatto ovvio che sia del tutto benefica l'assenza di vincoli internazionali alle variazioni cui, per motivi anticiclici, possono essere spinti i tassi di cambio da politiche monetarie. Il fatto è che il ciclo tende a muoversi parallelamente nei diversi paesi: nella misura in cui ciò è vero, al deprezzamento anticiclico della moneta di un paese corrisponde la svalutazione concorrenziale della moneta di un altro paese.

Questo è soltanto un esempio di una serie di svantaggi insiti in un sistema di fluttuazione controllata. Nel caso specifico, il problema consiste nell'impedire possibili politiche predatorie, che si trasmetterebbero attraverso i tassi di cambio. Il sistema di cambi fissi forniva un meccanismo che consentiva alla comunità internazionale di impedire siffatte politiche, opponendosi a proposte variazioni di parità; ciò sarebbe possibile anche in un sistema di parità mobili. Nel giugno del 1974 (6) il Fondo Monetario Internazionale ha emanato « direttive per la fluttuazione » che in qualche modo tendevano a fornire alla comunità internazionale analoghi poteri di limitare la

(6) IMF Survey, 17 giugno 1974, pp. 181-3.

libertà d'azione dei singoli paesi; senonché, la mancanza di una struttura accettata di tassi di cambio sembra destinata a limitarne l'efficacia.

La fluttuazione controllata presenta altri svantaggi, anch'essi derivanti dal fatto che è difficile esercitare, in assenza di un sistema di parità, un efficace controllo internazionale sul sistema monetario mondiale. In particolare, non sembra facile combinare un sistema di fluttuazione controllata con due delle riforme che, durante i negoziati del Comitato dei Venti, molti ritennero necessarie per assicurare una ragionevole simmetria di diritti e di obblighi tra gli Stati Uniti e gli altri paesi. Le due riforme sono: un sistema d'intervento a monete plurime (« multicurrency intervention » - MCI) e regolamenti con attività di riserva (7). La prima riforma è necessaria se il dollaro deve godere degli stessi margini delle altre monete, avere la stessa libertà di fluttuare ed evitare che il suo tasso di cambio sia determinato passivamente — almeno entro i limiti posti dai margini — dagli interventi degli altri paesi. In un regime di fluttuazione controllata quale è oggi concepito un MCI è impossibile perché, per evitare conflitti, sono necessarie regole che determinino quale moneta deve essere usata negli interventi, il che richiede un criterio in base al quale stabilire se una moneta può essere considerata debole o forte. A loro volta, regolamenti con attività di riserva sono indispensabili se si vuole che i movimenti delle riserve esercitino sugli Stati Uniti una pressione per modifiche della parità analoga a quella cui sono soggetti gli altri paesi; e inoltre per assicurare un controllo internazionale sul volume globale della liquidità. Senonché un sistema di regolamenti con attività di riserva sembrerebbe precluso dalla fluttuazione, dato che non si può chiedere a un paese, che non ha assunto l'obbligo di difendere un certo tasso di cambio, di convertire in attività di riserva i saldi della sua moneta acquisiti da altri paesi con operazioni d'intervento indipendentemente dal suo giudizio sull'opportunità di tali interventi per il suo tasso di cambio.

Non è da ritenere che questi svantaggi della fluttuazione controllata siano senza importanza. L'introduzione dei diritti speciali di prelievo (DSP) non riuscì a porre sotto controllo internazionale

(7) Regolamento con attività di riserva significa che un deficit viene sempre finanziato con una diminuzione delle attività di riserva (o ricorrendo a prestiti negoziati), piuttosto che lasciando passivamente aumentare gli impegni gravanti sulle riserve; e, analogamente, che un surplus implica sempre un equivalente aumento delle attività di riserva (o una riduzione dei prestiti ottenuti).

il volume globale della liquidità perché non si provvide a controllare l'espansione dei saldi in moneta di riserva, perché cioè non fu accompagnata dall'introduzione di un meccanismo di regolamenti con attività di riserva. Parimenti, i problemi dell'asimmetria furono ritenuti così importanti da occupare gran parte del lavoro del Comitato dei Venti; ma, si può dire, sono stati aggravati dall'avvento della fluttuazione controllata, nella misura in cui gli Stati Uniti hanno ora minori possibilità di difesa contro l'eventuale adozione da parte di altri paesi di politiche predatorie di bilancia dei pagamenti (8). Occorre quindi esaminare la possibilità di ideare un sistema di fluttuazione controllata capace di ovviare ai pericoli, presenti nel sistema oggi in vigore, di un insufficiente controllo internazionale. Una possibile soluzione di tale problema è l'inserimento nella fluttuazione controllata di un sistema di cosiddetti « tassi di cambio di riferimento » (« reference exchange rate »), quale è proposto in un recente studio di Ethier e Bloomfield (9).

#### La proposta del « tasso di riferimento »

La proposta di Ethier e Bloomfield implica la fissazione di un « tasso di riferimento » per la moneta di ogni paese partecipante e, come elemento fondamentale, l'osservanza delle due seguenti regole:

i) « Non consentire a nessuna Banca centrale di vendere la propria moneta ad un prezzo che sia inferiore al suo tasso di riferimento di una certa percentuale prefissata (possibilmente zero), o di comprare la propria moneta ad un prezzo che superi il tasso di riferimento della stessa percentuale. E' questa la sola restrizione imposta agli interventi delle Banche centrali ».

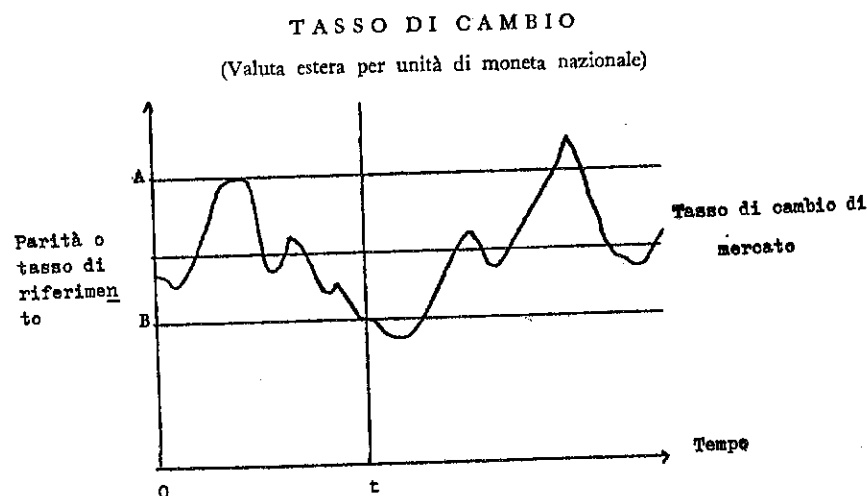
ii) « Sottoporre a revisione, a intervalli periodici prestabiliti, la struttura dei tassi di riferimento secondo una definita procedura internazionale ».

(8) Si veda J. MARCUS FLEMING, « Floating Exchange Rates, Asymmetrical Intervention, and the Management of International Liquidity », non ancora pubblicato, cui sono strettamente collegati, per alcuni aspetti, gli argomenti qui sviluppati.

(9) W. ETHIER - A. I. BLOOMFIELD, « The Management of Floating Exchange Rates », Discussion Paper No. 280, Wharton School, University of Pennsylvania, maggio 1974. L'articolo sarà prossimamente pubblicato negli Atti della « Conference on World Monetary Disorder » tenuta il 23-25 maggio 1974 alla Pepperdine University, patrocinata dal Center for International Business and Management of Pepperdine University.

La differenza tra gli obblighi derivanti da un sistema di cambi fissi e quelli impliciti nell'accettazione della regola i) può essere illustrata dal grafico. In questo si assume, per semplicità, che un paese abbia come sua norma lo stesso tasso di cambio sia che adotti come norma una parità fissa sia che la norma assuma la forma di tasso di riferimento, e che i margini impliciti in un sistema di parità fisse coincidano con la « percentuale prefissata » della proposta di tassi di riferimento. In un sistema di parità fisse (periodo 0-t del grafico), il paese sarebbe obbligato a comprare (vendere) quantità illimitate di valuta estera contro moneta nazionale ogni volta che il tasso di cambio si rivaluti (si svaluti) fino ad A (B), impedendo in tal modo al cambio stesso di salire oltre A o di scendere sotto B. Nel regime proposto di tassi di riferimento, invece (nel grafico, dal tempo t in poi), il paese non sarebbe *mai obbligato* ad intervenire: suo solo obbligo sarebbe di *non* intervenire in modo da spingere al rialzo la propria moneta (cioè vendendo valuta estera) quando il cambio sale oltre A, o da premerla al ribasso quando il cambio scende al di sotto di B. Tra A e B sarebbe libero di intervenire in entrambe le direzioni, o, naturalmente, di non intervenire affatto.

Mancando l'obbligo di intervenire per difendere un particolare tasso di cambio, non vi sarebbe il pericolo che riemergessero le scelte (interventi) « unidirezionali » tipiche dell'« adjustable peg ». Al contrario, quando il tasso di cambio si allontanasse dal tasso di riferimento, il mercato saprebbe che futuri interventi potrebbero essere



diretti esclusivamente a risospingere il cambio verso il tasso di riferimento ufficiale, così aumentando il rischio di un ulteriore comportamento destabilizzante del settore privato.

Secondo la regola ii), i paesi dovrebbero accordarsi su una struttura di tassi di riferimento che rifletta la valutazione ufficiale del livello a cui i cambi dovrebbero assestarsi. Non è certo che la comunità internazionale sia oggi capace di accordarsi su una struttura di tassi di riferimento, anche se dal 1946 al 1973 accettò l'impegno, assai più vincolante, di un insieme di cambi fissi, e anche se tale impegno incluse nel dicembre del 1971 (accordi « Smithsoniani ») una rinegoziazione del complesso delle parità. Inoltre, alcuni governi potrebbero oggi essere contrari a una proposta che implicherebbe il risorgere di una struttura di tassi di cambio ufficialmente accettata, anche se questi fossero soltanto tassi di riferimento, che solo vietano interventi che allontanino da essi i tassi di mercato, e non parità fisse che obbligano i governi a mantenere vicino ad esse i tassi di mercato.

Oggi la direttiva 3(a) del Fondo si limita a *consentire* a un paese membro la fissazione di una zona-obiettivo che, se ritenuta ragionevole dal Fondo, può fungere come un tasso di riferimento per giustificare interventi aggressivi sul mercato diretti a riportare il tasso in quella zona. Similmente la direttiva 3(b) si limita a consentire al Fondo di invitare un paese a intervenire per riportare il tasso di cambio verso la zona-obiettivo quando detto tasso si sia allontanato « dalla fascia delle stime ragionevoli della norma di medio periodo... in una misura tale che il Fondo ritiene possa risultare dannosa agli interessi dei paesi membri ». Due considerazioni fanno temere che le osservazioni del precedente capoverso possano impedire un rafforzamento di questa direttiva nel senso richiesto dalla « proposta di tassi di riferimento ». In primo luogo, come notano Ethier e Bloomfield, non è da escludere che, in certe circostanze, possa essere necessario difendersi da condotte aggressive di Banche centrali; tale eventualità potrebbe essere rafforzata se ci si attendesse che i paesi membri negoziassero tassi di riferimento come presupposto per qualsiasi operazione d'intervento. In secondo luogo, il regolare annuncio di tassi di riferimento potrebbe contribuire a ridurre le considerevoli oscillazioni dei tassi di cambio di mercato registrate a partire dal marzo 1973 (10), risultato su cui si potrebbe fare affidamento nella misura

(10) F. HIRSCH - D. HIGHAM, « Floating Rates - Expectations and Experience », in *Three Banks Review*, giugno 1974.

in cui un tasso di riferimento riuscisse a fornire una guida alla speculazione stabilizzante. L'utilità di una tale guida è ben dimostrata dall'esperienza del Canada, ove la parità  $1 \$ \text{USA} = 1 \$ \text{CAN}$  ha per molto tempo svolto questa funzione e i movimenti di capitale sono stati molto meno destabilizzanti di quanto è avvenuto per altre monete fluttuanti. Si può, è vero, dubitare che i tassi di riferimento possano fornire una tale guida, ma la speranza che vi riescano non è infondata: essi potrebbero informare il mercato su quella che le autorità ritengono una stima realistica del tasso appropriato, e fornire le basi per un dibattito pubblico sulle prospettive dei tassi di cambio. I governi hanno interesse a nascondere la propria opinione sull'appropriato tasso di cambio soltanto quando sono obbligati a difenderne un altro, irrealistico. Il principale vantaggio della fluttuazione controllata è quello di impedire che i governi si trovino impastoiati in una simile, assurda posizione.

La proposta di tassi di riferimento sarebbe quindi un modo valido e immediato per rafforzare le direttive del Fondo in materia di fluttuazione. Non basterebbe però a risolvere tutti i problemi accennati, e che derivano da una inadeguata gestione internazionale del sistema. In particolare, gli interventi potrebbero ancora avere l'effetto di *allontanare* la moneta su cui si interviene dal *proprio* tasso di riferimento. Ciò avverrebbe se il dollaro fosse al di sopra del proprio tasso di riferimento, ma decidessero di esercitare i loro diritti d'intervento soltanto quei paesi le cui monete fossero (magari temporaneamente) anch'esse al di sopra del loro tasso di riferimento. E' questo, naturalmente, un altro esempio delle pericolose asimmetrie presenti nei sistemi di fluttuazione controllata finora concepiti. Le direttive del Fondo riconoscono questo pericolo, pur senza riuscire ad ovviarvi, quando, nella direttiva 6, ingiungono ai paesi membri di tener presenti gli interessi dei paesi che emettono le monete con cui si interviene.

Per affrontare questo problema, e per stabilire un controllo internazionale sul volume globale della liquidità, sarebbe necessario introdurre un certo numero di riforme discusse durante i negoziati del Comitato dei Venti. Nel prossimo paragrafo si vedrà come queste riforme non richiedano il ripristino di un sistema di cambi fissi, che, data la sua intrinseca fragilità, durerebbe certamente poco, ma possano altrettanto bene basarsi sulla proposta dei tassi di riferimento.

### I tassi di riferimento come base per un sistema riformato

Un tasso di riferimento, che per il momento possiamo assumere espresso in DSP, sarebbe il tasso accettato dal singolo paese e dal Fondo come la migliore stima ufficiale dell'appropriato tasso di cambio di una moneta per il momento in cui viene stabilito. Esso differirebbe da un cambio fisso non soltanto per la mancanza di obblighi a difenderlo, ma anche, grazie alle revisioni periodiche, per il valore scelto o che dovrebbe essere scelto. In primo luogo, i tassi di riferimento non diventerebbero obsoleti per inerzia, come avvenne per le parità del marco tedesco, del dollaro e dello yen verso la fine degli anni « sessanta ». Una seconda differenza riguarda il modo di affrontare fattori ciclici. Un sistema di cambi fissi cerca di impedire svalutazioni o rivalutazioni concorrenziali come manovre anticicliche, vietando variazioni della parità che non siano necessarie a riequilibrare la bilancia dei pagamenti nell'intero ciclo e così limitando variazioni anticicliche del tasso di cambio a quelle comprese tra i margini della banda. Un sistema di tassi di riferimento cercherebbe di prevenire politiche concorrenziali richiedendo che variazioni anticicliche dei tassi di riferimento siano negoziate (piuttosto che proibite): un paese con una pressione della domanda interna superiore (inferiore) a quella mondiale potrebbe a buon diritto cercare di ottenere un tasso di riferimento più alto (più basso). In terzo luogo, qualora lo si desiderasse, la revisione regolare dei tassi di riferimento faciliterebbe anche l'introduzione di un sistema basato su indicatori di riserva del tipo auspicato dagli Stati Uniti durante i negoziati del Comitato dei Venti. In particolare, sarebbe naturale scegliere lo scostamento delle riserve effettive di un paese rispetto all'obiettivo concordato in sede internazionale come una delle determinanti del tasso di riferimento. Non ci sarebbe il pericolo di provocare con ciò flussi squilibratori di capitale (da molti considerato come uno degli inconvenienti principali della proposta di istituire indicatori di riserva), poiché i governi non avrebbero l'obbligo di intervenire e di difendere, nelle more della revisione, un particolare tasso di riferimento.

Naturalmente, sarebbe desiderabile ridurre al minimo le occasioni in cui i tassi di riferimento diventassero inappropriati. Si potrebbe, ad esempio, consentire ai tassi di riferimento di slittare per adeguarsi a differenze secolari nei tassi d'inflazione. I periodici nego-

ziati internazionali sui tassi di riferimento potrebbero determinare non soltanto un insieme di tassi correnti (« spot »), ma anche un insieme di tassi di riferimento a termine (« forward ») per la data del prossimo negoziato; il tasso di riferimento effettivo slitterebbe dall'uno all'altro tasso tra un negoziato e l'altro. Un paese con un tasso di inflazione anormalmente basso in generale sceglierebbe un tasso di riferimento futuro leggermente superiore al tasso di riferimento corrente, e il suo tasso effettivo si verrebbe quindi rivalutando fino alla data prevista per la revisione dei tassi di riferimento. Ovviamente, nessun paese ben governato sceglierebbe un tasso di riferimento a termine talmene diverso dal tasso corrente da implicare un tasso di svalutazione o di rivalutazione superiore a quello che può essere neutralizzato da un accettabile differenziale dei tassi di interesse, per motivi resi familiari dalle discussioni sulle parità mobili (« crawling peg »). Ma i paesi ben governati non avrebbero motivo di rifiutare per principio un tasso di riferimento futuro diverso da quello corrente.

Ora che i DSP sono definiti in termini di un paniere di monete, non sarebbe incongruo esprimere i tassi di riferimento in termini di DSP. Ciò eviterebbe di ancorare le varie monete ad una singola moneta di intervento, come avviene ancor oggi alla maggior parte di esse (oltre settanta). I paesi che volessero continuare a stabilire una parità sarebbero obbligati ad adottare la pratica, che sta diffondendosi (ed è già seguita da una decina di paesi), di fissarla in termini di una moneta composita nelle proporzioni stabilite per i DSP. Sarebbe una pratica utile, perché, data l'attuale diversificazione del commercio della maggior parte dei paesi, il mantenimento di un tasso costante in termini di DSP può stabilizzare il tasso effettivo meglio di una parità fissata in termini di una qualsiasi moneta particolare. (E' ovvio che la stabilizzazione del tasso effettivo sarebbe ancor meglio realizzata ancorando il tasso ad una moneta composita che rispecchiasse i particolari rapporti commerciali di ogni singolo paese; ma per la maggior parte dei paesi il miglioramento sarebbe probabilmente di poca importanza.) Si assume perciò che i tassi di riferimento vengano davvero espressi in termini di DSP.

Ciò solleva una questione di poca importanza, ma interessante, e ampiamente discussa prima che si decidesse di esprimere i DSP in termini di un paniere di monete (11). Si tratta di una questione

(11) Si veda J. J. POLAK, *Valuation and Rate of Interest of the SDR*, IMF, Washington, DC., 1974, p. 15.

che sorge quando ogni moneta ha un valore ufficiale espresso in DSP (una parità, un tasso di riferimento), e i DSP sono a loro volta definiti in termini di un paniere di monete. Si supponga che, in partenza, questi due insiemi di valori siano coerenti, che cioè, quando tutti i tassi di cambio di mercato concidono con le parità (definite come rapporti tra due parità o tra due tassi di riferimento), il tasso di cambio tra il DSP e una qualsiasi moneta è l'inverso della parità (o del tasso di riferimento). Ora, se la parità (o il tasso di riferimento) di una qualsiasi moneta contenuta nel paniere viene modificata, mentre la composizione del paniere rimane immutata, la coerenza di cui sopra verrebbe a mancare. Ad esempio, se il dollaro costituisse un terzo del paniere e fosse svalutato del 10 per cento, il valore del DSP in termini di una qualsiasi altra moneta diminuirebbe del  $3 \frac{1}{3}$  per cento (se tutti i tassi di mercato fossero alla parità), mentre nessuna delle parità (o tassi di riferimento) sarebbe modificata. Questa incoerenza di poco conto, superficiale, può anche essere ignorata. Ma, può trovare un'elegante soluzione nel quadro della proposta di basare i diritti di intervento su un insieme di tassi di riferimento riveduti a scadenze periodiche. Si potrebbero determinare simultaneamente, in termini l'uno dell'altro, i tassi di riferimento delle monete incluse nel paniere (riconoscendo così che esiste un limitato numero di monete la cui importanza economica è tale da richiedere una determinazione simultanea) e calcolare quindi i loro tassi di riferimento assoluti in termini di DSP, tenendo presente che i tassi di riferimento debbono essere coerenti con il valore del DSP determinato dal paniere ad una data predeterminata. Nello stesso tempo, tutti gli altri paesi negozierebbero il loro tasso di riferimento assoluto direttamente in termini di DSP, riconoscendo così che, se è importante scegliere accuratamente i tassi di riferimento anche delle monete meno influenti, il tasso scelto per ogni singola moneta non avrebbe effetti tali da giustificare una variazione dei tassi di riferimento di monete del paniere. (I tassi di riferimento di entrambi i gruppi di monete, naturalmente, dovrebbero essere determinati in negoziati congiunti con la partecipazione di tutti i paesi.)

Non mi dilungo oltre su particolarità tecniche. E vengo alla questione più importante: qual'è la probabilità che i nostri paesi siano capaci di concordare con regolarità una struttura coerente di tassi di riferimento correnti (e, preferibilmente, a termine)? Mi astengo dall'avanzare valutazioni o pronostici. Voglio però rilevare

che il grado di cooperazione internazionale necessario per giungere ad accordi per l'applicazione della proposta di tassi di riferimento non è eccessivo rispetto a quello considerato normale prima dell'agosto del 1971.

La prima cosa da notare è che un sistema di cambi fissi ha funzionato fino al marzo del 1973, e che nel dicembre del 1971 fu raggiunta con successo, nelle peggiori condizioni possibili, una rinegoziazione complessiva delle parità. Non c'è quindi motivo di ritenere impossibile l'impegno, meno vincolante, a negoziare tassi di riferimento. E' vero che, secondo alcuni, ogni paese avrebbe sempre un interesse a sottovalutare il proprio tasso di cambio; per costoro, gli accordi raggiunti in passato sulle parità sarebbero stati una conseguenza della disposizione degli Stati Uniti ad accettare un dollaro sopravvalutato. Ho spiegato altrove i motivi per cui non penso che un tasso di cambio sottovalutato corrisponda, in generale, agli interessi della nazione che lo adotta (12); e le numerose rivalutazioni volontarie avvenute nel 1973 fanno supporre che le autorità di molti paesi condividano la mia opinione. Ma, qualunque sia l'opinione sulle difficoltà di accordi su tassi di riferimento, una loro interessante caratteristica è che un'occasionale impossibilità di raggiungere un accordo non si risolverebbe necessariamente in un disastro. Un insuccesso del genere avrebbe in sé un correttivo: poiché operazioni di intervento sarebbero permesse soltanto per spingere il tasso di mercato verso il tasso di riferimento, o quando il tasso di mercato si mantiene all'interno di una certa banda, l'assenza di un tasso di riferimento servirebbe automaticamente a proibire ogni intervento. Ciò metterebbe la comunità internazionale al riparo da interventi aggressivi da parte di un paese non disposto a collaborare; e, poiché la possibilità di intervenire è in genere vantaggiosa, penalizzerebbe il paese recalcitrante, senza però minacciarne gli interessi vitali, dato che la libera fluttuazione è un inconveniente ma non un disastro.

Si può quindi ritenere che le difficoltà di accordi non siano tanto gravi da escludere un sistema che promette sostanziali vantaggi. Il punto cruciale è infatti questo: quali vantaggi darebbe l'introduzione di un sistema riformato secondo la proposta Ethier-Bloomfield che non possono aversi sotto il regime vigente di fluttuazione con-

(12) J. WILLIAMSON, « Comment on Dr. Lamfalussy's Paper », presentato al Quarto Congresso Mondiale dell'IEA, Budapest, agosto 1974.

trollata dai singoli paesi, ma non regolata internazionalmente? La risposta è immediata: oltre a fungere da guida per una speculazione stabilizzante, il sistema di tassi di riferimento instaurerebbe un meccanismo simmetrico di aggiustamento e un controllo sul volume globale della liquidità, grazie all'introduzione di un meccanismo d'intervento a monete plurime e di regolamenti con attività di riserva. Si è già detto come questi siano punti molto importanti. Gli Stati Uniti stessi, per essere sempre più vulnerabili alle politiche di bilancia dei pagamenti di altri paesi, saranno probabilmente, in un prossimo futuro, direttamente interessati alla costruzione di un sistema in cui gli impegni siano più « simmetrici ».

Un sistema d'intervento a monete plurime esige come minimo che esista una regola in base alla quale stabilire se una moneta sia sufficientemente forte da poter essere venduta da un paese che desideri sostenere la propria, o sufficientemente debole da poter essere acquistata da un paese che desideri aumentare le riserve. La proposta di tassi di riferimento può soddisfare facilmente a tale requisito. Sarebbe sufficiente stabilire che l'intervento debba sempre avvenire in una moneta che, in conseguenza dell'intervento, venisse spinta verso il *proprio* tasso di riferimento.

Perché un paese che emette moneta possa considerare il regolamento con attività di riserva una proposta degna di considerazione, condizione necessaria è che i saldi per i quali gli si richiede la conversione siano soltanto quelli acquisiti in conformità a un insieme di regole che salvaguardino i suoi interessi. Questa condizione sarebbe realizzata se i saldi fossero acquisiti con interventi a monete plurime eseguiti secondo la regola sopra enunciata.

Si supponga, dunque, che vengano adottate la proposta di tassi di riferimento, di interventi a monete plurime e di regolamenti con attività di riserva. Il funzionamento del nuovo sistema può essere illustrato con i seguenti esempi. Un paese, che desideri intervenire a sostegno della propria moneta, sarebbe obbligato ad acquistarla vendendo una moneta che in quel momento si trova al di sopra del suo tasso di riferimento; ciò gli sarebbe possibile perché ogni paese emittente sarebbe tenuto a vendere la propria moneta contro riserve ogni volta che il proprio cambio si trovi al di sopra del tasso di riferimento. Viceversa, un paese che desideri limitare l'apprezzamento della propria moneta potrebbe venderla contro una moneta che si trova al di sotto del proprio tasso di riferimento; i saldi monetari



così acquisiti verrebbero poi convertiti in riserve, che il paese di cui si è acquistata la moneta sarebbe obbligato a cedere ogni volta che la propria moneta si trovi al di sotto del tasso di riferimento. Per assicurare il regolamento con attività di riserva, si dovrebbero, naturalmente, definire le regole in modo tale da garantire che la conversione avvenga effettivamente (nelle due direzioni) nei modi sopra indicati.

Anche ponendo la massima cura nella determinazione dei tassi di riferimento futuri, non c'è dubbio che periodicamente si presenterebbero circostanze in cui un particolare tasso di riferimento potrebbe risultare palesemente inappropriato. Se ciò avvenisse ad una moneta di intervento, il diritto degli altri paesi a limitare le deviazioni del tasso di mercato dal tasso di riferimento potrebbe reintrodurre le rigidità del sistema di cambi fissi. Per esempio, se fosse chiaro che la lira era sottovalutata, i paesi in deficit che volessero sostenere il corso delle proprie monete sarebbero autorizzati a vendere lire contro valuta nazionale, ostacolando in tal modo quella rivalutazione della lira che le autorità italiane potrebbero volere per fermare un indesiderato afflusso di capitali. Senza dubbio casi del genere potrebbero per lo più essere risolti in sede di cooperazione informale tra le Banche centrali: costerebbe poco a un paese soddisfare la richiesta di non usare per i propri interventi una particolare moneta, data l'ampia possibilità di scelta (che oggi manca) tra monete d'intervento. La posizione dei paesi a moneta di intervento potrebbe essere ulteriormente protetta sospendendo temporaneamente l'obbligo della convertibilità quando sia in corso di esame una richiesta di variazione del tasso di riferimento. Ciò significa che, nell'esempio indicato, le autorità italiane sarebbero sollevate dall'obbligo di acquistare riserve da altri paesi. Nel caso inverso, il paese emettente sarebbe obbligato a riscattare la propria moneta soltanto quando il nuovo tasso di riferimento fosse entrato in vigore, il che imporrebbe una perdita di capitale al paese che insistesse ad intervenire sulla moneta sopravvalutata.

### Conclusione

Sono stato a lungo un fautore del « crawling peg », e credo ancora che le parità mobili siano uno dei pochi regimi capaci di funzionare, anzi l'unico che permetterebbe di ripristinare un sistema

di cambi fissi con margini di oscillazione rigidi. Per i motivi esposti in questo articolo sono tuttavia giunto alla conclusione che sarebbe una soluzione migliore un regime di fluttuazione controllata che, sotto supervisione internazionale, ammettesse interventi soltanto all'interno di una prefissata banda intorno o in direzione di un tasso di riferimento stabilito con accordi internazionali. Un sistema di questo tipo sembrerebbe offrire la possibilità sia di sfuggire alla rigidità dei vincoli imposti da ogni sistema di cambi fissi, sia di realizzare quella simmetria tra i diversi paesi e quella gestione internazionale che, finora, non parevano possibili fuori di un qualche sistema di cambi fissi. Esso potrebbe costituire una base realistica per avviare la riforma del sistema monetario internazionale.

JOHN WILLIAMSON

## APPENDICE

### Tipi di cambio attualmente esistenti

Si è fatto spesso riferimento all'attuale regime dei tassi di cambio. La tabella che segue può essere interessante, in quanto riassume i tipi di cambio adottati dai 126 membri del Fondo, e dalla Svizzera, nel settembre 1974, secondo una classificazione dell'A. Le cifre della tabella si riferiscono al numero dei *paesi*: i paesi che non hanno una moneta propria, oppure hanno una moneta formalmente indipendente ma permanentemente ancorata ad altre monete, sono stati indicati nella colonna (1).

Modo in cui viene modificata la parità	Invariata	Cambi fissi agiustabili	Parità mobile	Forze di mercato	Totale
Moneta ancorata a	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Dollaro USA . . . . .	2	56	5	1 (+ ?)	64
Lira sterlina . . . . .	1	9	—	—	10
Franco francese . . . . .	11	3	—	—	14
Peseta spagnola . . . . .	—	1	—	—	1
Rand sudafricano . . . . .	—	3	—	—	3
Altre monete . . . . .	—	2	—	—	2
Ancoramento reciproco (serpente) . . . . .	1	6	—	—	7
Moneta composita . . . . .	—	10	—	—	10
Parità non fissata . . . . .	—	—	—	16	16
Totale . . . . .	15	90	5	17	127

J.W.