

## Il sistema monetario internazionale negli anni settanta: regime dei tassi di cambio e creazione di liquidità\*

Mi sono proposto in questa nota di discutere alcuni cambiamenti fondamentali intervenuti nel corso dell'ultimo decennio nel sistema monetario internazionale, tentando una valutazione dei loro effetti e traendone qualche indicazione di "policy" per il futuro.

L'ampiezza del tema prescelto e l'esigenza di concentrare l'attenzione sulle tendenze fondamentali richiedono naturalmente un grado elevato di semplificazione nell'esposizione; i miei punti di vista, che sono radicati, ed il desiderio di convincere mi inducono a tralasciare in questa occasione elementi della teoria e dell'evidenza empirica che, seppure importanti, rischierebbero di complicare questa esposizione.

1. Il sistema monetario internazionale è la risultante del complesso di norme, accordi e consuetudini che regolano i rapporti di cambio tra le monete nazionali; i pagamenti relativi ai flussi di merci, servizi e capitali; e la creazione e l'utilizzo delle riserve ufficiali, in funzione del riassorbimento ordinato degli squilibri nei pagamenti con l'estero dei vari paesi e del mantenimento di condizioni di stabilità sui mercati internazionali dei capitali e dei cambi.

Nel corso dell'ultimo decennio abbiamo assistito al mutamento radicale 1) del regime dei tassi di cambio, con l'abbandono delle parità fisse ed il passaggio ad una fluttuazione generalizzata delle principali valute, e 2) dei meccanismi di creazione della liquidità ufficiale, con il rapido sviluppo del sistema bancario internazionale e l'emergere di nuove valute come strumenti internazionali di riserva. Tali mutamenti vanno analizzati sullo sfondo dei due successivi *shocks* petroliferi, che hanno determinato importanti squilibri nei pagamenti

---

\* Intervento a chiusura del VII Corso di Aggiornamento per Funzionari e Dirigenti organizzato dalle Banche dell'Intesa, Ischia, 24 ottobre 1981.

internazionali e hanno contribuito ad un forte aumento dell'inflazione e della dispersione di essa tra i vari paesi, sottoponendo a dura prova le relazioni monetarie ed il meccanismo internazionale di aggiustamento e rappresentando essi stessi una causa importante di modifica del sistema.

Esaminerò nell'ordine il funzionamento e gli effetti del regime di cambi flessibili ed i mutamenti intervenuti nella creazione di liquidità internazionale. In conclusione, sulla base di una valutazione di insieme del sistema monetario internazionale, cercherò di indicare le possibili aree di iniziativa e intervento ai fini di una maggiore stabilità e di un miglior funzionamento del meccanismo internazionale di aggiustamento.

2. La rottura del sistema di parità fisse di Bretton Woods trovò la sua causa immediata nelle politiche interne espansive e nell'accelerazione dell'inflazione negli Stati Uniti alla fine degli anni Sessanta, che minarono la fiducia nel dollaro come strumento di riserva. La riluttanza a muovere i cambi anche in presenza di "squilibri fondamentali", che pure era prevista negli accordi di Bretton Woods e negli Statuti del FMI, aveva condotto nel corso di quel decennio (1960-1970) ad una progressiva erosione della competitività delle merci americane nei confronti dei concorrenti europei e giapponesi, riflessa nel continuo peggioramento del saldo commerciale con l'estero degli Stati Uniti. L'emergere di tale squilibrio "fondamentale" nel sistema era stato favorito dalla asimmetria esistente nel meccanismo internazionale di aggiustamento, che consentiva ai paesi europei ed al Giappone di mantenere consistenti avanzi nei conti con l'estero accumulando riserve e sterilizzandone l'effetto nell'offerta interna di moneta; e dalla mancanza di vincoli esterni sugli Stati Uniti, che in quanto paese di riserva finanziava i disavanzi della bilancia dei pagamenti emettendo passività sull'estero in valuta nazionale. Si giunse così prima alla dichiarazione di inconvertibilità del dollaro, nell'agosto del 1971; e poi alla fluttuazione delle principali valute, a partire dal marzo 1973.

La possibilità di un ritorno, seppure graduale, ad una maggiore stabilità dei cambi fu resa irrealistica dalla quadruplicazione dei prezzi del petrolio a fine 1973, che non solo generò ampi squilibri nei pagamenti internazionali, ma accentuò la divaricazione dei tassi di inflazione e della competitività estera dei maggiori paesi,

a causa della diversa dipendenza energetica dall'estero e capacità di adattamento delle strutture economiche.

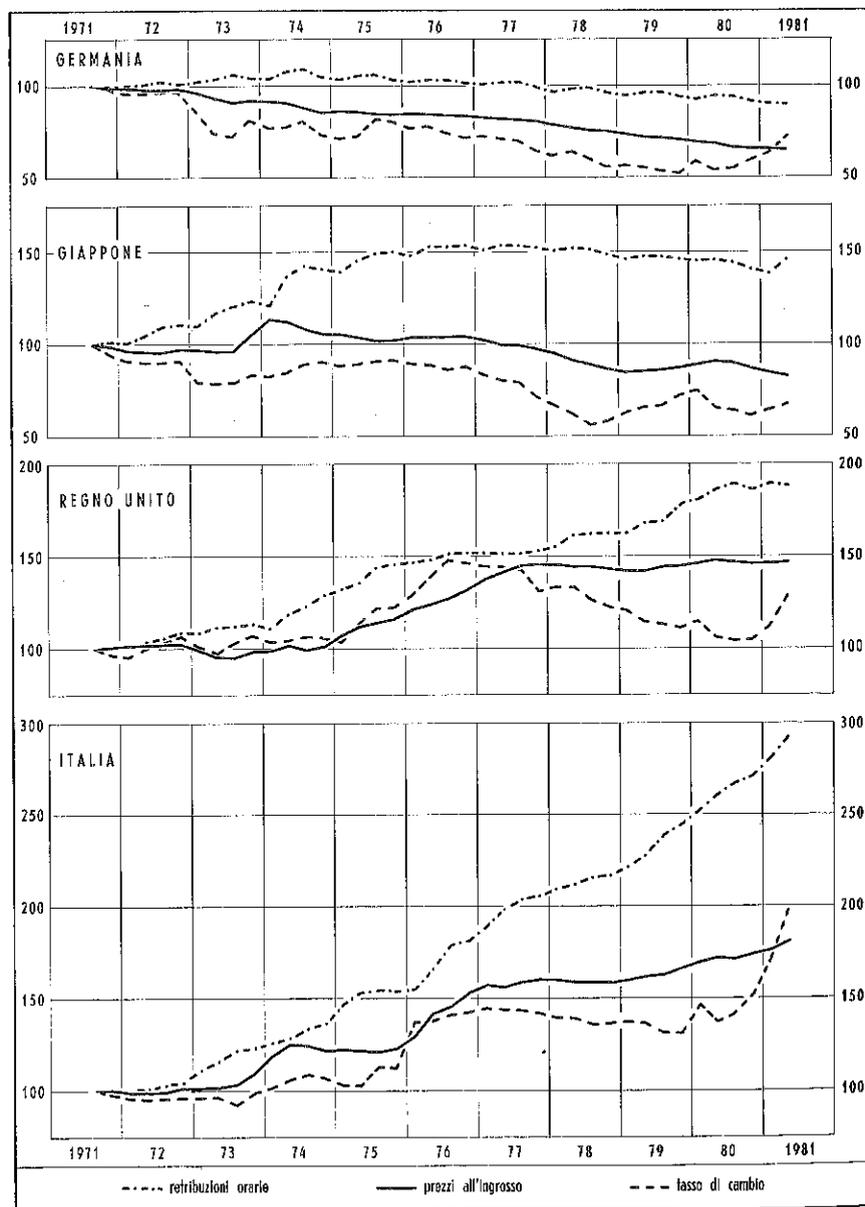
L'avvento dei cambi flessibili era peraltro visto con favore da molti governi e dagli ambienti accademici. Si riteneva in primo luogo che tale regime di cambio avrebbe migliorato il meccanismo internazionale di aggiustamento, assicurando il rapido riassorbimento degli squilibri esterni senza crisi speculative o bisogno di restrizioni sui flussi commerciali o di capitali; inoltre gli obblighi di aggiustamento si sarebbero ripartiti simmetricamente fra paesi in avanzo e in disavanzo. Si riteneva anche che la flessibilità dei cambi avrebbe isolato le economie nazionali da "shocks" reali dall'estero, ed avrebbe aumentato i gradi di libertà della politica economica, consentendo in ciascun paese la scelta del "trade-off" desiderato fra inflazione e disoccupazione. La teoria economica suggeriva anche un aumento dell'efficacia degli strumenti monetari di regolazione della domanda interna, i cui effetti sarebbero stati rinforzati da quelli concordanti di variazioni del cambio.

L'esperienza degli otto e più anni trascorsi dal marzo 1973 ha confermato solo in parte le speranze riposte nel nuovo regime dei cambi, mentre è divenuta più acuta la percezione del suo potenziale di instabilità e dei costi che ne derivano.

Si è rilevata in generale una tendenza dei cambi a muoversi nella direzione giusta, nel senso cioè di compensare i differenziali di inflazione, anche se sono state osservate deviazioni significative per periodi prolungati (v. Grafico). Un primo problema emerso in questo scorcio di anni riguarda la rapidità con cui movimenti dei cambi vengono compensati da variazioni dei prezzi interni, o in altri termini la misura in cui variazioni dei cambi nominali si traducono in variazioni dei cambi reali (aggiustati cioè per la variazione relativa dei prezzi) e della competitività.

In effetti, l'esperienza del 1974-75 e quella del 1977-78 di rapido aumento dell'inflazione in paesi le cui valute si deprezzavano (Italia, Regno Unito, Stati Uniti) e di riduzione dell'inflazione nei paesi a valuta forte faceva sorgere il timore di circoli "viziosi" e "virtuosi", nei quali movimenti dei cambi e dei prezzi si alimentassero a vicenda in maniera destabilizzante senza promuovere il riequilibrio dei saldi commerciali. Tale ipotesi si rinforzava nel caso di paesi caratterizzati da sistemi estesi di indicizzazione dei salari, che irrigidiscono il sistema dei prezzi relativi, impediscono o ritardano lo spostamento di risorse dai consumi interni agli investimenti ed alle

TASSI DI CAMBIO, PREZZI E COSTI DEL LAVORO RELATIVI  
DI ALCUNI PAESI NEI CONFRONTI DEGLI STATI UNITI<sup>1</sup>  
(dati medi trimestrali 1971 Q3 = 100)



<sup>1</sup> I tassi di cambio sono espressi in unità di valuta nazionale per dollaro USA; i rapporti di prezzi e costi relativi hanno al numeratore gli indici dei paesi indicati e al denominatore quelli degli USA.

esportazioni e accelerano il "feed-back" del cambio sul livello interno dei prezzi.

L'evidenza empirica che si è venuta via via accumulando ha in parte smentito l'ipotesi del circolo vizioso, mostrando che le variazioni nei cambi nominali hanno condotto a variazioni dello stesso segno dei cambi reali, anche se in misura sempre inferiore e molto variabile da paese a paese. Un deprezzamento del cambio nominale dell'uno per cento è riflesso ad esempio dopo un anno per sei decimi nel cambio reale nel caso degli Stati Uniti, per quattro quinti nel caso del Giappone, ma solo per un terzo nel caso dell'Italia, caratterizzata da forte indicizzazione dei salari.

La reattività dei prezzi interni alle variazioni del cambio è apparsa anche in generale legata all'attitudine delle politiche economiche interne. Le ripercussioni secondarie sui prezzi interni sono state più ampie dopo il primo "shock" petrolifero, in presenza di politiche monetarie e fiscali accomodanti o espansive nei paesi a valuta debole e di politiche austere nei paesi le cui valute si apprezzavano. L'adozione di una costellazione di politiche interne più restrittive dopo il secondo "shock" petrolifero, particolarmente nei paesi a più elevata inflazione, ha condotto invece a limitare le ripercussioni secondarie sui prezzi interni e sui salari. Si rileva anche, tuttavia, un aumento nel corso del tempo della rapidità con cui un impulso esterno si trasmette sul livello interno dei prezzi, indicando — per date altre condizioni — un aumento del costo in termini di inflazione dell'aggiustamento attraverso il cambio.

Un altro problema emerso in questi anni riguarda la rapidità con cui movimenti dei cambi si riflettono sui saldi commerciali con l'estero. Le variazioni dei cambi reali sono suscettibili di riportare in equilibrio i flussi commerciali se la funzione di domanda di importazioni di un paese e quella delle sue esportazioni da parte del resto del mondo sono sufficientemente elastiche rispetto ai prezzi. L'esperienza ha mostrato che tale condizione è verificata, perlomeno per i principali paesi, però con ritardi considerevoli, estesi fino a due anni dal momento della variazione del cambio. Nel breve periodo le bilance dei pagamenti sono pertanto dominate da effetti "perversi" della variazione delle ragioni di scambio: ad esempio, in un paese che svaluta la propria moneta, l'aumentato costo in valuta nazionale delle importazioni non compensato da maggiori introiti delle esportazioni determina un peggioramento del saldo con

l'estero, fino al momento in cui la caduta delle importazioni e l'aumento delle esportazioni in quantità riescono a compensarne l'effetto.

I ritardi con cui si manifestano gli effetti di prezzo sui flussi reali di merci contrastano con la rapidità e l'importanza degli effetti sui saldi esteri di variazioni della posizione ciclica relativa di ciascun paese nell'economia mondiale. Secondo il modello del commercio mondiale del Fondo Monetario, si ha ad esempio che nel caso dei 14 maggiori paesi industriali, un aumento di un punto percentuale della domanda interna produce, nell'arco di tre anni, un effetto sul saldo estero comparabile a quello di una variazione del cambio tra il 5 e il 15 per cento, a seconda dei paesi.

Ne seguono due importanti conclusioni per il funzionamento del meccanismo internazionale di aggiustamento in regime di cambi flessibili:

1) in primo luogo, appare fortemente indebolita l'ipotesi secondo cui in tale regime l'economia nazionale sarebbe isolata da "shocks" reali provenienti dall'estero, in quanto le variazioni del cambio non sono in grado di compensare rapidamente gli effetti interni di variazioni del ciclo o della politica economica all'estero;

2) in secondo luogo, poiché eventuali squilibri nei flussi di pagamenti internazionali vengono riassorbiti lentamente sul mercato dei beni reali, ma si riflettono in modo praticamente istantaneo sul mercato dei cambi, ne segue che quest'ultimo sarà tendenzialmente caratterizzato da oscillazioni eccessive rispetto alle esigenze di un equilibrio di lungo termine e possibilmente da una notevole instabilità.

Tali caratteristiche vengono accentuate dal comportamento degli operatori i quali, nella formazione delle proprie aspettative in condizioni di incertezza, tendono ad attribuire un valore esagerato agli sviluppi correnti, spesso influenzati da fattori temporanei o accidentali. Si possono così generare circoli viziosi o virtuosi, sospinti da labili psicologie, nei quali movimenti nell'una o nell'altra direzione del cambio generano aspettative di nuovi movimenti nella stessa direzione.

Più in generale, l'esperienza degli ultimi otto anni ha messo in luce il considerevole potenziale di instabilità di un sistema di cambi flessibili in presenza di politiche interne, particolarmente nella sfera monetaria, incoerenti con le esigenze dell'aggiustamento dei

conti con l'estero nei maggiori paesi; ma anche di politiche interne che, pur rispondendo a tale requisito, vengono rese tra loro incompatibili per l'emergere di significativi differenziali nominali di interesse fra i maggiori mercati, in condizioni di elevata mobilità internazionale dei capitali. Può in tal caso accadere, come mostrebbe il comportamento del cambio dollaro/marco tedesco nel corso degli ultimi due anni, che fattori finanziari di breve termine possano prevalere sulla considerazione degli elementi fondamentali della situazione economica di un paese quale la Germania, conducendo a movimenti esagerati dei cambi e insieme all'adozione di politiche economiche più severe di quanto non sarebbe giustificato.

Appare dunque assai debole, alla luce dell'esperienza, la tesi della aumentata autonomia delle politiche nazionali dei maggiori paesi in regime di cambi flessibili. La fiducia in tale tesi non è stata peraltro senza effetti. Essa ha indubbiamente contribuito, specie nei primi anni dei cambi flessibili, ad un generale allentamento della disciplina interna nella gestione delle politiche economiche e per tale via, in modo non trascurabile, alla esplosione mondiale dell'inflazione. Inoltre, benché manchi una precisa evidenza empirica, non si può escludere che i cambi flessibili aumentino l'inflazione mondiale a causa di effetti asimmetrici sui prezzi interni di movimenti del cambio, per cui le diminuzioni di prezzi nei paesi che rivalutano sarebbero minori degli aumenti di prezzi nei paesi che svalutano, a causa della rigidità verso il basso dei salari e dei prezzi dei beni manufatti.

3. Vorrei ora discutere brevemente alcuni aspetti relativi alla creazione di liquidità internazionale.

Nel sistema di Bretton Woods gli strumenti di riserva internazionale erano costituiti da oro e valute convertibili in oro (principalmente dollari) e da posizioni di riserva nel Fondo Monetario costituite in contropartita di finanziamenti da questo erogati a paesi membri. A partire dal 1968, fu introdotta una nuova attività, i Diritti Speciali di Prelievo, creati dal Fondo Monetario, e che si riteneva potessero col tempo divenire il principale strumento di riserva. Di fatto, la creazione di liquidità dipendeva in via preminente dall'evoluzione della bilancia dei pagamenti del principale paese di riserva, gli Stati Uniti: posizioni di disavanzo negli USA, regolate in dollari, cioè con l'assunzione di passività ufficiali verso l'estero, conducevano ad un aumento delle riserve ufficiali degli

altri paesi; posizioni di avanzo conducevano alla riduzione delle riserve degli altri paesi ed alla distruzione di liquidità.

In un breve arco di tempo, l'abbandono della convertibilità aurea del dollaro ed il primo "shock" petrolifero hanno prodotto cambiamenti fondamentali nel sistema.

La erosione della fiducia nel dollaro negli anni centrali del decennio ha condotto all'emergere di nuove valute di riserva internazionale, principalmente il marco tedesco, lo yen e il franco svizzero. L'esistenza per periodi relativamente lunghi di consistenti disavanzi correnti con l'estero nei paesi emittenti ha favorito lo sviluppo di un sistema multivalutario, attraverso l'aumento delle passività ufficiali stilate in quelle valute legate al finanziamento dei disavanzi stessi.

L'enorme sviluppo dell'intermediazione bancaria in connessione al finanziamento degli sbilanci petroliferi, ha inoltre slegato in misura importante la creazione di liquidità internazionale dall'offerta di passività ufficiali da parte dei paesi centri di riserva. La dimensione dei disavanzi petroliferi e l'esigenza di favorirne il riassorbimento in un arco di tempo relativamente lungo, per consentire i necessari adattamenti delle strutture economiche, ha favorito la generalizzazione della pratica di "liability financing" — cioè di finanziamento attraverso l'emissione di passività — invece che attraverso l'uso delle riserve ufficiali. L'accumulo presso le grandi piazze finanziarie degli avanzi petroliferi ha alimentato il processo, mantenendo condizioni di ampia liquidità sui mercati e facile accesso al credito. Correlativamente, si è anche assistito ad un rapido sviluppo dell'attività bancaria estera degli operatori privati, in connessione all'aumento delle transazioni commerciali e finanziarie al di fuori dei confini nazionali.

Per dare un'idea della rilevanza dei fenomeni descritti, si consideri quanto segue. Alla fine del 1970, su un totale di riserve in valute convertibili intorno ai 45 miliardi di dollari, il 53 per cento era rappresentato da passività dei paesi centri di riserva. A fine 1980 tale quota era scesa a circa il 43 per cento, su riserve (incluse le ECU) pari a 374 miliardi di dollari. Le attività ufficiali detenute sugli Euromercati sono passate nel decennio da 15 a 170 miliardi di dollari. Negli ultimi anni, oltre il 50 per cento della nuova creazione di liquidità ha avuto luogo attraverso il canale bancario. Per quanto riguarda le attività internazionali dei privati, queste sono salite da circa 30 miliardi di dollari nel 1970 a 270 miliardi dieci

TAVOLA 1

LIQUIDITA' INTERNAZIONALE  
(miliardi di dollari)

Voci	Consistenze di fine periodo						
	1970	1973	1975	1977	1978	1979	1980
Valute convertibili <sup>1</sup>	45,4	122,4	160,8	243,0	288,1	298,6	325,0
Passività delle autorità monetarie dei paesi centri di riserva <sup>2</sup>	24,0	70,0	75,0	121,0	152,0	141,0	162,0
Passività internazionali delle banche verso istituzioni ufficiali <sup>3</sup>	15,0	40,0	76,0	105,0	120,0	155,0	170,0
Altri <sup>4</sup>	6,4	12,4	9,8	17,0	16,1	2,6	-7,0
Passività del FMI	10,8	18,0	25,1	31,9	29,9	31,9	36,6
DSP	3,1	10,6	10,3	9,9	10,6	16,4	15,1
Posizione di riserva sul FMI	7,7	7,4	14,8	22,0	19,3	15,5	21,5
Totale liquidità ufficiale	56,2	140,4	185,9	274,9	318,0	330,5	361,6
Passività internazionale delle banche verso privati <sup>5</sup>	30,0	55,0	80,0	125,0	170,0	230,0	270,0
Totale liquidità internazionale	86,2	195,4	265,9	399,9	488,0	560,5	631,6
Per memoria:							
Totale liquidità ufficiale incluse ECU <sup>6</sup>	—	—	—	—	—	356,3	410,5
ECU <sup>6</sup>	—	—	—	—	—	41,6	61,6
Oro: a prezzi di mercato	39,5	114,0	142,7	167,4	230,0	519,8	602,8
: a 35 DSP per oncia	37,0	43,0	41,6	43,0	46,6	46,8	45,6

Fonte: FMI, BRI e OCSE.

<sup>1</sup> Escluso l'effetto della creazione di ECU.

<sup>2</sup> Titoli di Stato e depositi presso autorità monetarie. Escluse le passività delle banche nazionali verso istituzioni ufficiali.

<sup>3</sup> Banche di paesi dichiaranti alla BRI e dei principali centri off-shore.

<sup>4</sup> Residuo non identificato - ottenuto per differenza tra il totale delle valute convertibili (escluso l'effetto derivante dalla creazione di ECU) di fonte FMI e le voci identificate alle righe precedenti.

<sup>5</sup> Passività in valuta nazionale verso non residenti e in valuta estera verso residenti e non residenti, secondo i dati elaborati dalla Morgan Guaranty.

<sup>6</sup> Poiché la creazione di ECU avviene contro cessione di dollari e di oro, e poiché inoltre la liquidità ufficiale include i dollari ceduti al FECCOM, ma non l'oro, la differenza tra liquidità ufficiale senza l'effetto delle ECU e la liquidità ufficiale incluse le ECU rappresenta il valore della contro-partita in oro delle ECU stesse.

anni dopo, con un aumento molto più rapido di quello riscontrato per le attività ufficiali (tavv. 1 e 2).

La creazione di mezzi internazionali di pagamento è divenuta così in larga parte endogena e si è concentrata nel sistema bancario internazionale; il prevalere di condizioni più restrittive sul mercato nazionale dell'una o dell'altra valuta si è tradotto in una espansione più rapida dei comparti denominati in altre valute; il rialzo generalizzato dei tassi di interesse, legato all'aumento dell'inflazione, non si è riflesso sulla disponibilità di credito se non in misura marginale, aumentando però gli oneri per i prenditori e il rischio per le banche.

E' in un certo senso un aspetto paradossale della situazione che la diminuita disciplina esterna nei paesi in disavanzo e la cui moneta è scarsamente utilizzata internazionalmente ha invece coinciso con un rafforzamento del vincolo esterno sui paesi centri di riserva.

TAVOLA 2

RISERVE VALUTARIE UFFICIALI  
(consistenze di fine periodo in miliardi di dollari e composizioni percentuali)

	1970		1975		1980	
	comp. %		comp. %		comp. %	
<i>Composizione per valuta</i>						
Dollaro	34,3	75,5	126,7	78,8	241,7	74,4
attività ufficiali su Stati Uniti	23,8	52,4	80,7	50,2	157,0	48,3
Eurodollari e altri	10,5	23,1	46,0	28,6	84,7	26,1
Marco			10,5	6,5	44,5	13,7
attività ufficiali su Germania	1,3	2,9	2,9	1,8	20,0	6,2
Euromarchi e altri			7,6	4,7	24,5	7,5
Sterlina	6,2	13,7	8,0	5,0	10,6	3,2
attività ufficiali su Regno Unito	5,7	12,6	7,5	4,7	8,4	2,6
Eurosterline e altri	0,5	1,1	0,5	0,3	2,2	0,6
Altri	3,6	7,9	15,6	9,7	28,2	8,7
TOTALE	45,4	100,0	160,8	100,0	325,0	100,0
<i>Detentori</i>						
Paesi industriali	30,7	67,6	81,0	50,4	163,6	50,3
Paesi esportatori di petrolio	3,9	8,6	50,0	31,1	84,5	26,0
Paesi in via di sviluppo	10,8	23,8	29,8	18,5	76,9	23,7

Fonte: FMI, OCSE, BRI.

La più ampia disponibilità di strumenti alternativi di riserva, caratteristica della situazione corrente, e la sensibilità degli operatori privati e ufficiali a considerazioni di "fiducia" nella scelta degli investimenti finanziari hanno reso i movimenti dei capitali internazionali e i cambi estremamente reattivi agli orientamenti di politica economica dei paesi emittenti, i quali vedono pertanto considerevolmente limitata la possibilità di deviare da un orientamento di rigore monetario in funzione anti-inflazionistica. In presenza di tuttora ampi differenziali di inflazione fra i maggiori paesi, ciò implica anche — come si diceva in precedenza — un'augmentata possibilità di conflitto fra gli obiettivi di stabilizzazione interna e quelli di stabilizzazione del cambio in tali paesi.

I fenomeni descritti sono rafforzati dal fatto che una quota più ampia degli averi di riserve ufficiali è oggi concentrata al di fuori dei maggiori paesi, i quali tradizionalmente privilegiavano nella gestione delle riserve gli obiettivi della stabilità dei cambi su quelli di massimizzazione del rendimento finanziario. L'augmentato peso relativo di considerazioni "di portafoglio" nella gestione delle riserve rappresenta in effetti un ulteriore fattore di potenziale aumento dell'instabilità del sistema, in presenza di politiche monetarie nei maggiori paesi tra loro non completamente coerenti.

4. Vorrei tentare, giunto a questo punto, di trarre alcune brevi conclusioni da quanto esposto.

Le considerazioni svolte mettono in luce, mi pare, alcuni importanti problemi nella configurazione attuale dei rapporti monetari internazionali, in relazione ai quali è lecito ipotizzare qualche tipo di intervento correttivo.

Il regime dei cambi flessibili ha nel complesso risposto all'esigenza di rendere compatibili comportamenti divergenti nelle maggiori economie, e di favorire l'assorbimento dello "shock" petrolifero ed il processo internazionale di aggiustamento. Esso ha però anche comportato movimenti eccessivi nei cambi ed un considerevole aumento dell'instabilità, per ragioni che si possono considerare inerenti al suo modo di operare, principalmente per il ruolo dominante delle aspettative e di labili elementi psicologici da parte degli operatori nella valutazione di un futuro incerto. Tali tendenze sono state alimentate dal rapido aumento della liquidità internazionale e della mobilità dei capitali, legati allo sviluppo dei mercati bancari internazionali.

La persistenza di marcati squilibri nei pagamenti internazionali e di ampi differenziali di inflazione tra le maggiori economie non consente di sperare a breve termine in un ritorno ad un regime di parità fisse.

La positiva esperienza delle politiche concertate di intervento sui cambi tra Stati Uniti, Germania, Giappone e Svizzera, adottate nello scorcio del 1978, e degli accordi europei di cambio a partire dal marzo 1979, indicano forse una strada percorribile per ridurre i costi impliciti in una eccessiva volatilità del mercato dei cambi. Si è rilevato, in particolare, che in determinate condizioni le autorità ufficiali possono svolgere un utile ruolo nell'orientare le aspettative.

L'annuncio nel novembre del 1978 di un "pacchetto" di sostegno del dollaro, in presenza di un clima disordinato e di ingiustificate tensioni al ribasso sul dollaro, risultò efficace nel cambiare la psicologia del mercato; l'ammontare di interventi necessario risultò relativamente modesto. Analogamente, il Sistema Monetario Europeo ha funzionato nel complesso in modo soddisfacente, garantendo nel breve termine un clima di stabilità sui mercati delle valute europee; tale risultato è dipeso naturalmente in misura importante dalla capacità mostrata dai governi europei di aggiustare tempestivamente le parità centrali nel sistema, quando queste non fossero più coerenti con gli andamenti dei "fundamentals" nei paesi partecipanti.

Come ha notato il presidente del Comitato dei Governatori della BRI, dott. Zijlstra, nella sua ultima relazione all'assemblea annuale, non si può accettare il principio che i cambi siano abbandonati a se stessi, in quanto rappresentano una variabile macro-economica troppo importante. Si deve perciò seguire una "via di mezzo" tra il sistema di parità fisse di Bretton Woods ed una politica di fluttuazione completamente libera dei cambi.<sup>1</sup> Nel periodo più lungo, col procedere del riequilibrio dei pagamenti internazionali e la riduzione dei differenziali di inflazione, si può pensare

<sup>1</sup> "...if the domestic price of money is not to be disregarded, why should its external price be? Or, to put it another way, what would happen if we were to disregard both over a prolonged period? We cannot safely adopt as a principle that exchange rates should be left to their own devices. The exchange rate is too important a macro-economic variable to be relegated to the position of a residual item, in the way that the money supply was in some countries until not so long ago. We have therefore to pursue a middle course between the Bretton Woods system of fixed exchange rates and a hands-off policy in the exchange market." (Dal discorso pronunciato dal Dr. J. Zijlstra, Presidente della Banca per i Regolamenti Internazionali, alla 51a Assemblea annuale del 15 giugno 1981, pag. 8).

alla progressiva restrizione dei margini di fluttuazione ed al ritorno a cambi più stabili.

Un secondo aspetto della situazione corrente che occorre guardare con preoccupazione è quello del rapido aumento dell'indebitamento estero di molti paesi, principalmente quelli in via di sviluppo, in connessione con una tendenza prevalente a finanziare piuttosto che aggiustare i disavanzi con l'estero. Più in generale, il sistema sembra caratterizzato da un allentamento della disciplina esterna, e quindi esposto al pericolo di crisi finanziarie e di instabilità.

Per un certo periodo è stato forse possibile argomentare che la rapida espansione del credito dai mercati internazionali trovava spazio nel basso grado di utilizzo della capacità di indebitarsi dei paesi e di concentrazione del rischio delle banche. Quelle condizioni a mio avviso si vanno ora rapidamente esaurendo. Ne segue che d'ora in poi sarà necessario sia incoraggiare i paesi in disavanzo ad accelerare il loro aggiustamento esterno, sia rafforzare la vigilanza sulle attività internazionali delle banche, secondo i principi già concordati dai governatori delle banche centrali dei maggiori paesi presso la Banca dei Regolamenti Internazionali.

Il contemporaneo aumento della quota dei finanziamenti per motivi di bilancia dei pagamenti attraverso le istituzioni di Bretton Woods (Fondo Monetario e Banca Mondiale), aumento già deliberato nel corso degli ultimi 12 mesi, e in corso di attuazione, servirà entrambi gli scopi, contribuendo ad alleggerire l'onere del riciclaggio sui mercati privati e nello stesso tempo favorendo l'adozione di appropriate politiche di aggiustamento.

Il rafforzamento dei poteri del Fondo Monetario di sorveglianza sulle politiche di cambio dei paesi membri potrebbe ulteriormente contribuire ad una migliore stabilità del sistema, incoraggiando i paesi — soprattutto quelli di maggiori dimensioni — ad una più attenta valutazione delle conseguenze internazionali delle politiche economiche interne o della particolare combinazione di strumenti adottata per realizzarle.

LAMBERTO DINI