

L'avvenire del sistema monetario internazionale

Non tenterò di *predire* questo avvenire. Se cedessi a questa tentazione e proiettassi le tendenze recenti nei mesi o negli anni del prossimo futuro, potrei soltanto dire che il sistema monetario internazionale *non ha avvenire*, poiché i nostri capi politici — e, purtroppo, i loro consiglieri economici! — sono probabilmente incapaci della lucidità e del coraggio necessari per negoziare e realizzare le radicali riforme indispensabili per curare l'inflazione mondiale, la recessione, gli squilibri di bilancia dei pagamenti, le caotiche fluttuazioni dei cambi, lo strisciante protezionismo, e via dicendo, cui sembriamo oggi condannati.

Preferisco concentrarmi su *ciò che dovrebbe essere fatto per rovesciare il processo in atto*, anche se molte sono le probabilità che nulla in questo campo sarà fatto nel prevedibile futuro. Ma val meglio avere una probabilità su dieci di aiutare a costruire un migliore avvenire che non nove probabilità su dieci di predire correttamente i disastri che possono colpirci.

Peraltro, ogni suggerimento su riforme istituzionali deve essere basato su una chiara comprensione delle maggiori deficienze delle istituzioni attuali. Molti dei miei colleghi economisti, specie negli Stati Uniti e in Inghilterra, si erano venuti sempre più convincendo, anni fa, che gran parte delle colpe potesse essere imputata al sistema di cambi fissi, anche se aggiustabili; accolto negli accordi di Bretton-Woods. L'esperienza degli ultimi sei-otto anni ha tolto alla maggior parte di noi l'illusione che cambi fluttuanti possano ridurre i tassi di inflazione, la disoccupazione e gli squilibri di bilancia dei pagamenti. Pochi possono ancora coerentemente ritenere che il crescere dell'inflazione, della disoccupazione e degli squilibri di bilancia dei pagamenti in regime di cambi fluttuanti sia dovuto al fatto che le autorità monetarie non permettono ai cambi di fluttuare liberamente, sotto la pressione dell'offerta e

domanda di mercato, ma persistono in continue politiche di intervento e di regolazione (o piuttosto "sregolazione"). Gli altri, e fra questi mi annovero, ritengono che una certa dose di regolazione internazionalmente concertata sarebbe meno dannosa sia di un sistema di libera fluttuazione, sia di un sistema di regolazione nazionale.

La mia tesi principale, tuttavia è che né cambi stabili né cambi fluttuanti possano funzionare in modo soddisfacente in mancanza di un controllo internazionale e di vincoli sulla fantastica esplosione di liquidità internazionale fornita al mercato, nel periodo recente, dalle autorità monetarie e dal sistema delle banche commerciali. Nello sviluppare questa tesi, concentrerò l'attenzione sugli aspetti inflazionistici del fenomeno, e trascurerò, sia pure a malincuore, i problemi della recessione e della disoccupazione che certo considero un malanno ancor peggiore dell'inflazione, ma cui l'inflazione ha dimostrato di essere, penso, un fattore di stimolo piuttosto che un rimedio efficace e duraturo.

I. La principale fonte monetaria dell'inflazione mondiale.

Sembra pacifico che le radici dell'inflazione mondiale che ora ci affligge sono al di fuori del campo delle politiche e istituzioni monetarie, nazionali o internazionali. Lo sviluppo senza precedenti della produzione e del consumo, iniziato circa duecento anni fa con la rivoluzione industriale, ha indubbiamente concorso a soddisfare le esigenze reali di cibo, alloggio, igiene, trasporti, ecc., e resta essenziale per il raggiungimento di decenti tenori di vita nei paesi più poveri e meno sviluppati. Esso però è stato in seguito sorretto e accelerato, in primo luogo dalla *rivoluzione pubblicitaria* che ha creato nuovi bisogni per l'addietro non avvertiti, in secondo luogo dalla *rivoluzione keynesiana* che ci ha protetto in questo dopoguerra dalle recessioni cicliche che prima interrompevano o invertivano periodicamente il processo di crescita, e, in terzo luogo, dall'immane esplosione delle spese militari a un livello compreso fra i 400 e i 500 miliardi di dollari l'anno, importo pari al totale del PNL della Cina, del Bangladesh e dell'India, al doppio del PNL complessivo dei trenta altri paesi più poveri, e ai due terzi del PNL col quale 36 nazioni accentranti il 57% della popolazione mondiale devono

vivere o morire di fame.¹ Questi fattori non monetari sono le radici profonde dell'inflazione mondiale. Essi ci hanno recato crescenti scarsità di beni e materie prime essenziali, e problemi ambientali che possono essere superati soltanto con enormi investimenti e crescenti costi di produzione — costi che sono ulteriormente accelerati da contrattazioni collettive e da gruppi di pressione e si diffondono dai settori afflitti da scarsità agli altri settori. È a questo punto che le politiche monetarie entrano nel processo inflazionistico. Esse possono sostenerlo espandendo il credito bancario ai settori pubblici e privati dell'economia, e in tal modo finanziando rialzi dei salari, dei costi o dei prezzi; oppure possono rifiutare tale finanziamento, ma col rischio di rallentare non soltanto l'inflazione, ma almeno temporaneamente, la stessa attività economica.

L'evoluzione dei sistemi monetari nazionali e dello stesso sistema monetario internazionale ha portato, nel corso degli anni, ad eliminare precedenti vincoli a propensioni inflazionistiche dei settori sia pubblici sia privati. È questo, ritengo, il problema basilare nell'accelerazione dell'inflazione nazionale e internazionale dopo la prima e la seconda guerra mondiale, e soprattutto nel momento attuale. Per quanto ovvio, esso merita maggiore attenzione da parte degli economisti.

L'oro era un tempo il principale vincolo imposto a propensioni inflazionistiche; ma la sua benefica funzione a questo riguardo è stata molto esagerata dai fautori entusiasti del tallone aureo. La moneta creditizia (ossia, moneta e depositi bancari) ha avuto una parte preminente nel sostenere i tassi di sviluppo economico nel secolo precedente la prima guerra mondiale. Già nel 1913 essa ammontava a circa l'85% dell'offerta mondiale, stimata o "congetturale", di moneta;² e il suo diffuso impiego non si mostrava incompatibile con un indirizzo di tassi non inflazionistici di espansione monetaria, più rigoroso che nei precedenti regimi di moneta aurea e argentea esposti a ripetute tosature dei pezzi conati. Ogni paese deciso a combattere l'inflazione avrebbe fatto meglio ad affidarsi all'imposizione di limiti massimi, legali o

¹ Meno di 260 dollari l'anno nel 1976 (0,71 doll. il giorno), ossia circa il 2,8% del PNL lordo pro capite della Svizzera, 3,3% del PNL statunitense, 3,7% del PNL belga. Questi computi sono ricavati dalle stime del 1978 *World Bank Atlas*.

² Cfr. la Tab. 1, p. 62 del mio Princeton Essay su *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton, 1964.

costituzionali, alla creazione di moneta (X% l'anno, alla Milton Friedman) piuttosto che legare la creazione di moneta all'oro. Ma mi astengo dall'intrattenermi su questo punto, e mi volgo invece al principale oggetto di questo articolo: il sistema monetario internazionale.

Qui, indubbiamente, il più importante sviluppo è costituito dalla generalizzazione, dopo la prima e soprattutto dopo la seconda guerra mondiale, del cosiddetto "gold exchange standard", sotto il quale tutte le nazioni, salvo una e qualche altra, accumulano le loro riserve monetarie internazionali non soltanto in oro, ma in misura crescente in una o in qualche moneta nazionale — le cosiddette "monete di riserva", principalmente la sterlina dapprima, e quindi il dollaro statunitense — legalmente convertibili in oro a richiesta dei detentori. Già molti anni fa,³ rilevai che le tendenze inflazionistiche di un simile sistema ne rendevano inevitabile il collasso. La convertibilità in oro dello "sterling standard" aveva dovuto essere sospesa nel 1931; quella del più potente "dollar standard" crollò nel 1971. Purtroppo la maggior parte delle discussioni accademiche e ufficiali sulla recente evoluzione del nostro sistema monetario internazionale si sono concentrate su due questioni secondarie piuttosto che su quella fondamentale:

1) sull'esplosione dei prezzi del petrolio, che intervenne soltanto negli ultimi mesi del 1973, e cui perciò non può essere addebitata la sospensione della convertibilità del dollaro nel 1971, né il raddoppio delle riserve mondiali negli anni 1970-1972;

2) sui meriti e demeriti di cambi fluttuanti rispetto a cambi stabili (ma aggiustabili). Per quanto interessante, il dibattito su questo punto mette in ombra il fatto che le riserve mondiali sono cresciute, sotto ambedue i regimi, a un tasso inflazionistico selvaggio, incompatibile con il corretto funzionamento dell'uno e dell'altro sistema.

3) Molto più importante è la tendenza inflazionistica di qualsiasi sistema a "moneta di riserva", vuoi convertibile vuoi inconvertibile, che permette al centro della moneta di riserva di

³ Nel 1957 nel mio libro *Europe and the Money Muddle*, e poi con maggior diffusione nei due studi pubblicati nei fascicoli di marzo e giugno 1959 di questa *Rivista* ("Il ritorno alla convertibilità: 1926-1931 e 1958-?" e la "Convertibilità di domani. Fini e mezzi della politica monetaria internazionale") e nel mio *Gold and the Dollar Crisis* del 1960.

finanziare ingenti e persistenti disavanzi, sia interni sia esterni, inondando le riserve mondiali con la propria moneta.

Non voglio abbondare in stime statistiche. Ricordo soltanto i dati essenziali sulla creazione di riserve mondiali negli ultimi sei anni (1973-1978) del regime di cambi fluttuanti nel quale viviamo. Calcolate in dollari, ai prezzi correnti di mercato, le riserve mondiali, in questi sei anni, si sono triplicate, crescendo di 380 miliardi di dollari, da 191 a 571 miliardi, a un tasso medio del 20% l'anno, tasso multiplo di ogni fattibile crescita del commercio e della produzione mondiali in termini reali.

Quali sono le fonti di questo aumento?

1) non vi hanno contribuito le riserve monetarie auree, misurate in Diritti Speciali di Prelievo (DSP), o in onces. Esse, in realtà, si sono leggermente ridotte, per effetto di vendite ufficiali al mercato privato da parte del Fondo Monetario Internazionale e degli Stati Uniti;

2) in questo periodo non ci sono state assegnazioni di DSP, (la loro ripresa nel 1979 probabilmente non conterà per più del 3% degli aumenti di riserve di detto anno);

3) i crediti netti del FMI hanno concorso per circa il 2%;

4) il restante 98% è derivato dalle due seguenti fonti:

a) il 33% dell'accumularsi, presso banche centrali, di monete nazionali (in misura preponderante dollari ed eurodollari) come riserve internazionali, ossia dal finanziamento di pochi paesi ricchi, principalmente degli Stati Uniti;

b) per il 65% (circa due terzi), dall'aumento dei prezzi di mercato dell'oro calcolati in DSP (34%) e dal rialzo del DSP stesso rispetto al dollaro statunitense (31%).⁴

Una grossa parte di questi aumenti delle riserve valutate in dollari riflette senza dubbio profitti contabili piuttosto che costi di acquisizione — e il *realizzato impatto inflazionistico* — di riserve accumulate in passato dalle autorità monetarie, profitti di cui aumenti di 133 miliardi di riserve valutati in DSP, forniscono una stima approssimata anche se molto imperfetta. Questi profitti contabili, peraltro, prima o poi saranno trasferiti ai governi

⁴ Il rialzo dei prezzi dell'oro è stato il principale fattore (82%) di un ulteriore aumento di 58 miliardi di dollari delle riserve mondiali nei primi cinque mesi del 1979. La rivalutazione delle riserve della fine di maggio 1979 al prezzo di Londra del successivo ottobre (dollari 414,75 per oncia) equivarrebbe al 97% di un incremento totale delle riserve mondiali di 218 miliardi di dollari (a 787 miliardi) rispetto alla fine del 1978.

interessati e certamente stimoleranno in molti paesi, in futuro, politiche fiscali e monetarie più espansionistiche di quelle che altrimenti sarebbero state probabili.

TABELLA I

FONTI DI CREAZIONE DI RISERVE UFFICIALI
(in miliardi di DSP a 35 per oncia, e di dollari USA)

	Fine di			Aumenti 1973- giugno 1979		Rapporti Giugno 1979 su Dic. 1972
	1972	1978	Giugno 1979	in miliardi di DSP o \$	in % dell'aumento totale in \$	
A. In miliardi di DSP	147	279	291	144	32	1,98
I. Oro mondiale	41	40	40	-2	-	0,96
II. Crediti internazionali	105	239	251	146	33	2,38
A. Valute estere	96	221	230	134	30	2,40
B. Assegnazioni di DSP	9	9	13	4	1	1,43
C. Credito netto del FMI	-	9	8	8	2	9,07
B. Effetto delle variazioni di valutazione	44	291	348	304	68	7,87
I. Del prezzo in oro del DSP sulla valutazione dell'oro	29	159	204	175	39	6,99
II. Del prezzo in \$ del DSP su:	15	133	144	129	29	9,55
A. Valutazione dell'oro in \$	6	60	71	65	14	11,76
B. Crediti internazionali in \$	9	72	73	64	14	8,07
C. Riserve totali (A+B) in miliardi di \$	191	571	639	448	100	3,35
I. Oro mondiale	76	259	315	238	53	4,12
II. Crediti internazionali	114	312	324	210	47	2,83

Fonti e Note: v. Tabella I dell'appendice.

Gli investimenti in riserve negli Stati Uniti (per lo più in titoli del Tesoro americano e in depositi bancari) costituiscono il grosso delle riserve valutarie mondiali e del loro sviluppo. Le passività statunitensi dirette e indirette (attraverso filiali bancarie statunitensi all'estero) verso detentori ufficiali stranieri, quali sono rilevate dal *Federal Reserve Bulletin*, ammontavano a più di due terzi delle suddette riserve, sia nel 1972 sia nel 1978; il resto era

costituito in parte (circa il 12%) dalla creazione di eurodollari da parte di banche estere, e in parte (circa il 20% del totale, secondo stime campionarie del FMI) da altre monete straniere (marchi, franchi svizzeri, ecc.). Pochi economisti si rendono probabilmente conto in pieno dell'impatto inflazionistico di questa massa di finanziamenti sul resto del mondo.

Aspetto più diffusamente avvertito, questo fenomeno ha dato agli Stati Uniti, sia sotto il sistema di cambi fissi, sia sotto il regime di cambi fluttuanti, quello che De Gaulle chiamava il "privilegio stravagante" di finanziare la maggior parte dei disavanzi americani con debiti. Le passività dirette e indirette verso detentori ufficiali stranieri, rilevate per gli Stati Uniti, ammontavano a 194 miliardi di dollari alla fine del 1978, ossia a circa 15 volte il complesso delle attività di riserva americane (13 miliardi di dollari alla fine del 1972). Il loro aumento di 124 miliardi di dollari (da 70 alla fine del 1972) è stato ovviamente il principale alimento degli ingenti, persistenti e crescenti disavanzi che gli Stati Uniti sarebbero stati incapaci di sostenere se avessero dovuto — come altre nazioni — finanziarli con le proprie riserve.⁵

TABELLA II

COMPOSIZIONE DELLE RISERVE MONDIALI DI VALUTE ESTERE: 1972-1978
(miliardi di dollari, e percentuali del totale)

	Fine di		Aumenti 1973-1978	% del totale	
	1972	1978		1972	1978
I. Passività USA	70	194	124	67	67
A. Dirette	62	162	100	60	56
B. Dipendenze estere di banche USA	8	32	24	8	11
II. Altre (III-I)	34	94	60	33	33
A. Altre valute	21	58	37	20	20
B. Eurodollari (diversi da IB)	13	36	23	13	13
III. Riserve totali di valute estere	104	288	184	100	100

Fonti e Note:

- I. Passività USA: Tabelle 3.14 e 3.13 del *Federal Reserve Bulletin*;
 II. A. Altre valute: Stime grezze del 20% delle riserve totali di valute estere (linea III), basate su stime campionarie pubblicate in *IMF Survey*, 22 maggio 1978, p. 155; linee II e IIB ottenute come residui: II = III-I, e IIB = II-IIA (la stima di 13 miliardi di eurodollari nel 1972 della linea IIB corrisponde alla stima di "identified eurodollars" indicata in *IMF Annual Report 1978*, p. 53, convertita in dollari, meno IB).
 III. Riserve totali di valute estere: stime di *International Financial Statistics*, agosto 1979, convertite da DSP in dollari.

⁵ Si noti, peraltro, che questo accresciuto indebitamento verso detentori ufficiali esteri ha finanziato le funzioni di "riciclaggio" imposte al dollaro dal suo impiego come

Meno avvertito è un altro aspetto, e cioè che la combinazione di cambi fluttuanti con l'inondazione di riserve mondiali per mezzo di crediti cartacei su pochi centri di riserva ha anche eliminato un importante freno sulle politiche inflazionistiche nazionali di tutti i paesi. Fino a quando gli aumenti delle riserve mondiali erano rimasti moderati, ossia fino alla fine degli anni sessanta, le politiche inflazionistiche nazionali incorrevano nella sanzione di disavanzi di bilancia dei pagamenti e perdite di riserve, che comportavano piuttosto rapidamente l'incapacità dei paesi più inflazionisti a evitare svalutazioni delle rispettive monete. Era questa un'esperienza traumatica, particolarmente in un sistema di cambi fissi, poiché implicava un ovvio insuccesso delle politiche ufficiali, che esponeva le autorità responsabili al pericolo di non essere conservate o riconfermate nelle loro funzioni. Il regime dei cambi fluttuanti giorno per giorno ha molto attenuato questo trauma e la sua efficacia politica di deterrente per persistenti politiche inflazionistiche. Cambi fluttuanti accelerano il riaggiustamento dei tassi di cambio a livelli competitivi da parte dei paesi più inflazionisti, ma tendono anche a facilitare il perseguimento, da parte loro, di politiche inflazionistiche.

Le preoccupazioni per gli impatti interni ed esterni di politiche siffatte non sono scomparse. Si sono anzi accresciute con l'accelerazione dell'inflazione, ma l'ostacolo più efficace, perché inevitabile, che le contrastava è praticamente scomparso. Gli Stati Uniti non sentivano il freno di perdite di riserve lorde, poiché l'accettazione, da parte di altri paesi, della loro moneta, che potevano produrre senza limiti, gli permetteva di finanziare enormi disavanzi, prima e anche dopo che il dollaro diventasse inconvertibile. L'entità e persistenza di tali disavanzi, accompagnandosi con cambi fluttuanti, hanno praticamente sollevato da notevoli perdite di riserve anche i paesi più inflazionisti. Notevoli perdite di riserve sono state sperimentate da una dozzina di paesi soltanto nei primi anni successivi all'esplosione dei prezzi del petrolio, ma le riserve lorde,

moneta di riserva, piuttosto che i disavanzi di parte corrente degli Stati Uniti. Le esportazioni nette di capitale degli Stati Uniti nei sei anni in questione, quali risultano dal *Survey of Current Business* (giugno 1979), sono ammontate a 135 miliardi di dollari, dei quali 24 miliardi sono stati finanziati con *avanzi* per merci, servizi e rimesse, a 111 miliardi con l'aumento delle passività statunitensi verso detentori ufficiali esteri (cfr. Tab. 3 d'appendice).

sia pure espresse in DSP anziché in dollari, e con l'oro valutato a 35 DSP per oncia, sono più che raddoppiate in media, per i paesi diversi dagli Stati Uniti e dai paesi esportatori di petrolio, nei tre anni 1970-1972, e sono di nuovo quasi raddoppiate (l'aumento è stato di un 75%) dal '72 al '78. Anche i paesi sottosviluppati non esportatori di petrolio hanno accresciuto le loro riserve del 65% dal 1969 al 1972, e del 178% nei successivi sei anni. Riduzioni di riserve per più di 50 milioni di DSP sono rilevate dall'*International Financial Statistics* (fascicolo dell'anno 1979) soltanto per due paesi diversi dagli Stati Uniti tra il 1969 e il 1972⁶ e per nove paesi nei seguenti sei anni.⁷ Ciò non significa, naturalmente, che tutti gli altri paesi abbiano avuto avanzi per le partite correnti, ma soltanto che i disavanzi in conto corrente perfino per i paesi più inflazionisti hanno potuto essere finanziati — e in realtà sono stati superfinanziati — con prestiti internazionali.

TABELLA III

DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE RISERVE MONDIALI: 1969-1972

	Fine d'anno, in miliardi di DSP			Rapporti		
	1969	1972	1978	1972 / 1969	1978 / 1972	1978 / 1969
Mondo	79	147	278	1,86	1,91	3,55
Stati Uniti	17	12	15	0,71	1,24	0,88
Altri paesi:	62	134	264	2,18	1,97	4,29
OPEC	4	10	46	2,45	4,62	11,27
Altri paesi	58	124	218	2,16	1,75	3,79
Sviluppati	46	105	165	2,30	1,58	3,62
Meno sviluppati	12	20	53	1,65	2,68	4,42

Fonte: *International Financial Statistics*, Anno 1979 (pp. 45 e 47)

⁶ Zambia e, fatto curioso, Sudafrica, ciascuno con perdite di 200 milioni di DSP.

⁷ Perdite di 3.800 milioni di DSP sono rilevate per l'Australia, di 2.065 milioni per il Canada, di 685 milioni per il Portogallo, di 523 milioni per la Turchia, di 521 milioni per il Sudafrica, di 420 milioni per la Nuova Zelanda, di 107 milioni per lo Zambia, di 106 milioni per Giamaica e di 51 milioni per la Grecia.

L'inondazione di riserve mondiali con la creazione di dollari ed Eurodollari ha dato nuove dimensioni a questo processo di finanziamento. Ha accresciuto le riserve liquide delle banche commerciali, abilitandole ad espandere i propri impieghi all'estero a un ritmo che non avrebbero altrimenti potuto sostenere. Tornerò su questo problema nella parte conclusiva del mio articolo; ma prima devo spiegare perché conservo ancora qualche speranza che sia possibile ravvivare l'impulso per una riforma monetaria internazionale, impulso oggi più indispensabile che mai, ma che ha subito un arresto a Giamaica e col secondo emendamento del Fondo Monetario. «Non sono ottimista, soleva dire Jean Monnet, sono perseverante».

II. Riprendere l'iniziativa per le indispensabili riforme

1. — Il Sistema Monetario Europeo.

Il più affidante segno di un eventuale progresso verso una riforma, dopo il crollo del sistema di Bretton Woods, è la realizzazione finalmente raggiunta nel marzo del 1979 dello SME. Non mi fermerò sulle sue caratteristiche tecniche; mi limiterò a poche osservazioni necessarie a fugare diffusi equivoci sui suoi scopi e sul suo *modus operandi*.⁸

Lo scetticismo, e spesso la decisa opposizione, di molti economisti americani a questo nuovo e cruciale sviluppo⁹ è

⁸ Per ulteriori particolari, rimando ai miei suggerimenti per "The American Response to the EMS" nel volume di imminente pubblicazione *The European Monetary System: Its Promise and Prospects* (Philip H. Trezise, Editor, The Brookings Institution).

⁹ Le critiche sollevate dal Professor Brunner nel fascicolo di dicembre 1979 di questa *Rivista* ("Riflessioni sulla politica monetaria internazionale") sono più sottili. Egli liquida come "di difficile funzionamento" la "costruzione orchestrata" dello SME, ancorata all'ECU, e come "politicamente sgradevole" la "semplice e funzionale" soluzione di un «sistema egemonico con appropriati aggiustamenti alla politica dell'autorità egemonica». La moneta "egemonica" da esso preferita sarebbe presumibilmente il marco tedesco piuttosto che il dollaro, la cui mala gestione portò al crollo del sistema di Bretton-Woods. Per quanto lenta e difficile possa essere la sua attuazione, la "costruzione orchestrata" dello SME a me sembra, pertanto, politicamente ineluttabile, e preferibile economicamente e politicamente al caos cui il Professor Brunner sembra essere rassegnato.

soprattutto ispirato dalla convinzione che impegni a mantenere stabili tassi di cambio siano prematuri, dannosi e destinati all'insuccesso, fino a quando i paesi partecipanti non riescano a ridurre gli ampi divari che ancora oggi persistono tra i rispettivi tassi di inflazione. Essi non si rendono conto che questa convinzione è pienamente condivisa dagli stessi negozianti dello SME e che il nuovo sistema mira, in realtà, ad accelerare, anziché a impedire, gli aggiustamenti dei cambi che sono ritenuti inevitabili nel prossimo futuro. Una piena unione monetaria — e anche irrevocabili impegni a mantenere cambi stabili — è soltanto una speranza, ancora relegata in tempi a venire e condizionata dall'armonizzazione, si spera al ribasso, dei tassi di inflazione e al consolidamento di questa armonizzazione grazie a riforme ambiziose, non ancora, non dico pienamente concordate, ma forse nemmeno formulate, che trasferiscano adeguati poteri dalle autorità e istituzioni nazionali agli organi della Comunità.

Riassumo brevemente tre fondamentali caratteristiche dello SME:

1) lo SME ripristina per le monete partecipanti un *denominatore comune*, o numerario, che sfortunatamente manca nel testo riformato dello statuto del Fondo Monetario. Questo comune denominatore è l'ECU, o scudo, definito come un paniere ponderato delle monete partecipanti. Questa definizione, per quanto insoddisfacente possa essere, è un termine di riferimento per i calcoli, riaggiustamenti e sforzi di stabilizzazione dei tassi di cambio, più realistico di un dollaro ampiamente fluttuante, giacché gli scambi per merci, servizi e capitali fra le nazioni della Comunità Europea e gli altri paesi (dell'Europa Occidentale, del Medio Oriente e d'Africa) passibili di gravitare intorno all'ECU accentrano da due terzi a tre quarti delle transazioni totali con l'estero, superano cioè di quasi dieci volte le loro transazioni con gli Stati Uniti (v. Tab. 4 d'appendice).¹⁰

2) Una delle prime conseguenze della suddetta definizione è quella di dare, per la prima volta, un significato *operativo* al principio formulato nell'articolo 107 del Trattato di Roma: «ogni

¹⁰ Si potrebbe osservare che le quote un po' maggiori del commercio totale attualmente denominate in dollari sono più significative; ma la scelta della denominazione in dollari in transazioni con paesi diversi dagli Stati Uniti è un illogico residuo di consuetudini passate, oggi non più giustificate.

Stato Membro tratterà la sua politica riguardante i tassi di cambio come materia di comune interesse». Poiché il tasso ufficiale di ogni paese è definito in termini di ECU, e poiché lo stesso ECU è definito come una *media* ponderata delle monete partecipanti, non è possibile che una moneta si rivaluti (o si deprezzi) in termini di questa *media* senza un deprezzamento (o rivalutazione) compensativo di tutte le altre monete partecipanti. In tal modo, ogni riaggiustamento di tassi di cambio reciprocamente concordati può essere effettuato soltanto per mutuo consenso.¹¹

3) Due altri impegni in materia di tassi di cambio sono pure d'importanza centrale per lo SME.

Il primo è preso dal precedente accordo del "serpente": le autorità monetarie di ciascun paese sono impegnate ad intervenire nel mercato dei cambi, con vendite o acquisti della propria moneta, al fine di limitare fluttuazioni bilaterali dei cambi fra le rispettive monete e ogni altra moneta partecipante a un massimo (o margine) del 2,25% (temporaneamente portato al 6% per l'Italia).

Il secondo, e del tutto nuovo, impegno vincola a calcolare, per ogni moneta, un cosiddetto "indicatore di divergenza" che riflette le fluttuazioni di mercato in termini di ECU intorno al tasso centrale ECU ufficialmente concordato. Quando queste fluttuazioni raggiungono una certa percentuale della divergenza massima ammessa dal sistema dei margini bilaterali, si presume che le autorità monetarie del paese emittente prendano automaticamente le misure appropriate (interventi sul mercato, provvedimenti di politica monetaria interna o di altro tipo, riaggiustamenti eventuali del tasso centrale rispetto all'ECU), o, se mancano di intervenire, spieghino e discutano con i paesi associati i modi con i quali la situazione dovrebbe essere corretta. Così, in pieno contrasto con le regole di Bretton-Woods e con tutti gli altri tradizionali principi di "sovranità" monetaria, consultazioni su desiderabili riaggiusta-

¹¹ Come è dimostrato, dal primo, e certamente non ultimo, riaggiustamento di questo tipo, del 24 settembre 1979. Si noti però che i riaggiustamenti furono dapprima calcolati su una base *bilaterale* come per l'addietro (rivalutazione del marco del 5% nei riguardi della corona danese e del 2% rispetto a ciascuna delle altre sei monete partecipanti; nessuna variazione nei tassi bilaterali fra queste ultime); se ne derivarono poi i conseguenti tassi rispetto all'ECU, con una rivalutazione del marco di 1,01%, una svalutazione della corona di 3,8% e un'uniforme svalutazione di 0,97% delle altre sei monete. (Il tasso centrale fittizio della sterlina inglese rispetto all'ECU fu pure riaggiustato in questa occasione per + 2,07%.)

menti del cambio possono essere imposte a un paese riluttante, anziché lasciate esclusivamente soltanto alla sua iniziativa.

4) Oltre che per le funzioni di "numerario" e di "indicatore di divergenza", l'ECU serve anche non soltanto come unità di conto per un crescente numero di operazioni della Comunità, ma anche come reale moneta di regolamento e di accumulazione di riserve.

Gli interventi di stabilizzazione delle banche centrali nel mercato dei cambi dovrebbero essere svolti, per quanto possibile, nelle monete dei paesi partecipanti, anziché in dollari. Poiché però le banche centrali di regola non accumulano monete partecipanti come riserve, detti interventi richiedono reciproche operazioni di credito fra le due banche centrali interessate: la banca di emissione della valuta forte accumula cioè crediti sulla banca di emissione della valuta debole. Le banche centrali si concedono reciprocamente, per il tramite del Fondo Europeo di Cooperazione Monetaria (FECOM) finanziamenti *illimitati* a brevissimo termine per le operazioni di intervento e inoltre un sostegno monetario a breve termine che può essere ulteriormente integrato da un'assistenza finanziaria a medio termine accordata al Consiglio della Comunità sotto condizioni determinate. Queste concessioni a breve e medio termine implicano oggi impegni di credito assommanti in teoria a 38,7 miliardi di ECU; di fatto, questo importo non potrebbe essere tutto utilizzato simultaneamente.

Il debitore, alla scadenza del debito, ha la scelta fra diverse forme di regolamento. Qualora desideri regolare il debito in ECU, non può imporre a un creditore restio rimborsi in ECU eccedenti il 50% dell'importo da rimborsare. Per la parte non regolata in ECU, la norma generale, in mancanza di accordi di altro tipo fra le due parti, è di rimborsare il debito con attività di riserva nelle stesse proporzioni in cui la banca centrale del debitore, tiene le proprie riserve, con l'esclusione, peraltro, dell'oro. In pratica, quindi, la scelta è principalmente fra rimborsi in ECU e rimborsi in dollari.

Ma in che modo le banche centrali acquistano gli ECU? Esse sono accreditate in conti ECU presso il FECOM contro equivalenti trasferimenti¹² di riserve in oro e dollari per importi pari al 20% delle attività in oro e dollari di ciascun paese. La conversione di

¹² Questi "trasferimenti", tuttavia, sono ancora *per il momento* "rappresentati" da *swaps* a tre mesi rinnovabili, che lasciano i rischi di cambio per l'oro e i dollari a carico della banca centrale depositante anziché ripartirli per il tramite del FECOM.

questi trasferimenti di oro e dollari in ECU ha luogo ai prezzi di mercato correnti o (per l'oro) medi dei precedenti sei mesi. Si è trattato all'inizio, nel giugno 1979, di circa 26 miliardi di ECU, cioè pressappoco di 35 miliardi di dollari, e alla fine di settembre di 29 miliardi di ECU, equivalenti a quasi 40 miliardi di dollari.

L'infante SME non ha molti mesi, ma è considerato dai suoi genitori piuttosto in buona salute. La sua maturazione però richiederà ulteriori e fondamentali accordi, che soltanto un alto livello di lungimiranza e responsabilità politica renderà possibili. Vorrei poter delineare qui, in particolare, i passi necessari per trasformare il FECOM in un Fondo Monetario Europeo e più tardi in un Sistema di Riserva Federale per una unione monetaria completa. Ma questo argomento merita un articolo a sé. Qui mi limito a considerare i problemi esterni, piuttosto che interni, che lo SME deve affrontare nel futuro immediato e più lontano.

2. — L'ECU e il dollaro

Uno dei primi e più urgenti problemi che devono affrontare i paesi partecipanti e non-partecipanti è l'inserimento dello SME nel sistema monetario mondiale, e particolarmente la difficile relazione fra l'ECU e il dollaro nei regolamenti internazionali. Sotto questo aspetto, c'è un'importante caratteristica dello SME che le autorità monetarie americane considerano con molto favore. Si tratta della *sostituzione*, almeno in principio, del dollaro con le monete della Comunità negli interventi intra-comunitari nel mercato dei cambi e con l'ECU per il regolamento di crediti reciproci. Si è spesso, e a ragione, lamentato l'uso predominante del dollaro in questi due campi, uso che potrebbe essercitare forti, ancorché non intenzionali, pressioni al rialzo o al ribasso sui tassi di cambio del dollaro, indipendentemente da qualsiasi sviluppo della competitività del dollaro negli scambi internazionali, ogniqualvolta avanzi o disavanzi dei paesi della Comunità si spostano da detentori propensi al dollaro a detentori restii o viceversa. I primi mesi di funzionamento dello SME sono stati, a questo proposito, piuttosto deludenti, poiché gli interventi in dollari sono rimasti molto più ingenti di quanto era nei propositi. Nuove misure sono ora in discussione per rendere possibile un'ulteriore riduzione dell'impiego del dollaro nelle operazioni di intervento e regolamento. Se avranno successo, misure del genere dovrebbero eliminare

pressioni non necessarie, al rialzo o al ribasso, sul cambio del dollaro, e ripristinare le discipline il cui eccessivo rilassamento si è dimostrato, come si è detto, la principale fonte dell'inflazione mondiale e dei persistenti squilibri di bilancia dei pagamenti per gli Stati Uniti e altri paesi.

L'impiego dell'ECU al di fuori della Comunità potrebbe essere, a prima vista, più fastidioso. Come si è ricordato, l'ECU ha probabilità di diventare un potente polo di attrazione per altri paesi europei, medio-orientali e africani, per i quali il commercio con la Comunità Europea, costituisce il grosso degli scambi complessivi. Taluni di questi paesi, di fatto, stanno già guardando all'ECU come a un potenziale termine di riferimento per le politiche valutarie e per gli sforzi di stabilizzazione. Trasferimenti dal dollaro all'ECU nei regolamenti privati e ufficiali e per l'accumulazione di riserve potrebbero diventare molto attraenti, se resi possibili dalle autorità dello SME o da settori immaginosi dei mercati delle eurovalute e delle euroobbligazioni. Simili trasferimenti potrebbero deprimere i cambi del dollaro in modo eccessivo, se non fossero invece effettuati, come suggerisco più avanti, con il Fondo Monetario Europeo. Una stretta reciproca cooperazione fra il Fondo Monetario Europeo e le autorità americane sarà, in ogni caso, necessaria per impedire un ulteriore indebolimento di un dollaro già sottovalutato e sovraconcorrenziale. Se alla tendenza in atto si permettesse di continuare molto oltre, si provocherebbero inevitabilmente reazioni protezionistiche negli altri paesi contro il cosiddetto "dumping del cambio" da parte degli Stati Uniti e forse reazioni di panico negli stessi Stati Uniti. Il timore di eventi così disastrosi è un potente stimolo per la cooperazione fra gli Stati Uniti e l'Europa; lo SME fornisce nuovi strumenti per rendere questa cooperazione più fattibile e efficace che in passato.

Sotto questo riguardo, la prima cosa necessaria è una correzione degli ingenti e crescenti disavanzi statunitensi degli ultimi anni e, anzi, il recupero di solidi avanzi per le partite correnti. Questo obiettivo, a sua volta, richiede un'ancor più decisa battaglia per ridurre il nostro sperpero di petrolio e il tasso di inflazione interna oggi doppio o triplo di quello della Germania, del Giappone, del Belgio, dell'Olanda o dell'Austria, per non dir nulla della Svizzera. La chiara affermazione di questi obiettivi prioritari da parte sia del Congresso sia dell'Amministrazione Carter e la loro pronta realizzazione grazie a concrete restrizioni degli eccessi di spesa pubblica

di creazione monetaria, di aumenti salariali e dei prezzi, di importazione e consumo di petrolio, e via dicendo, dovrebbero contribuire a restaurare la fiducia nel dollaro e a invertire la speculazione al ribasso a suo carico da parte di americani e stranieri.

Peraltro, una correzione completa e duratura dei nostri disavanzi non può essere raggiunta da un giorno all'altro. Le politiche correttive — inclusi i passati riaggiustamenti dei cambi del dollaro — producono i loro effetti solo lentamente. Per evitare un eccessivo deprezzamento del dollaro, sarà ancora indispensabile ricorrere, per qualche tempo, a notevoli finanziamenti dei decrescenti disavanzi degli Stati Uniti. Per prima cosa, si può a tal fine attingere alle riserve internazionali americane, stimate in 18 miliardi di dollari alla fine di ottobre 1979, ma che di fatto dovrebbero avvicinarsi a 200 miliardi di dollari se le riserve d'oro fossero rivalutate ai prezzi correnti di mercato. Quest'ultima stima sarebbe ovviamente eccessiva, perché i prezzi dell'oro scenderebbero in caso di vendite *massicce* americane. Essa è però importante come uno dei molti motivi di fiducia nella solvibilità americana per eventuali creditori e come indicazione della capacità di trasferire oro a prezzi di mercato, o prossimi ai prezzi di mercato, ad *autorità monetarie straniere* in regolamento di loro crediti in dollari.

Molto più importante, ovviamente, è la volontà, già ampiamente dimostrata, di altri paesi a partecipare ad un'azione comune di difesa di cambi concordati del dollaro, con la possibilità di riaggiustamenti — al rialzo non meno che al ribasso — ritenuti opportuni o inevitabili, prima che possa essere realisticamente presa in considerazione una stabilizzazione del dollaro nei confronti delle altre principali monete, sia pure come obiettivo piuttosto che come impegno legalmente vincolante. I radicali mutamenti della politica economica annunciati e posti in atto a partire dal novembre 1978, e rafforzati il 6 ottobre 1979, sono a tal fine essenziali.

Anzitutto, le autorità americane hanno accettato di intervenire in forme massicce nel mercato dei cambi, anziché lasciare l'azione di intervento quasi esclusivamente ad autorità di altri paesi. In secondo luogo, si sono decise a ridurre l'impatto inflazionistico del loro ricorso al credito estero, attingendo al mercato finanziario anziché quasi esclusivamente alle banche centrali. In terzo luogo,

sono ora disposte a stilare i crediti ottenuti all'estero nelle monete dei paesi creditori non meno che in dollari, al fine di renderli più attraenti e accettabili ai possibili prestatori sensibili al rischio di perdite di cambio su un dollaro in fase di indebolimento. In quarto luogo, si propongono ora di esaminare seriamente con gli associati al Fondo Monetario l'apertura di cosiddetti "conti sostituzione" in DSP come mezzo per riassorbire una parte del cumulo di dollari costituitosi negli scorsi anni.¹¹

Lo SME apre nuove possibilità sotto tutti questi aspetti.

Primo, l'adozione dello scudo come moneta parallela può presto rendere possibile agli Stati Uniti di stilare in ECU una parte dei crediti attinti all'estero. Sotto il profilo finanziario, gli Stati Uniti sarebbero così esposti a rischi di cambio minori di quelli che deriverebbero da denominazioni alternative in monete nazionali come il marco e il franco svizzero. Sotto il profilo politico, si darebbe una concreta e spettacolare dimostrazione della volontà americana di sostenere il nuovo sistema monetario europeo; la decisione sarebbe molto più accettabile di prestiti in una moneta *nazionale* diversa dal dollaro, che esporrebbe gli Stati Uniti all'accusa, per esempio, di rendere il dollaro satellite del marco.

Secondo, un FECOM rafforzato — e poi trasformato in Fondo Monetario Europeo — dovrebbe facilitare l'efficace coordinamento di interventi e gestioni congiunte dei tassi di cambio europei rispetto al dollaro. Fornirebbe anche un meccanismo aggiuntivo per i prospettati "conti sostituzione". Detentori riluttanti di dollari potrebbero cambiarli con ECU oppure con DSP.

Il *quid pro quo* della garanzia di cambio ECU concessa dagli Stati Uniti al FECOM sarebbe una notevole riduzione dei tassi di interesse sulle posizioni debitorie americane e un consolidamento in debiti a più lunghe scadenze. Questo consolidamento nei riguardi del FECOM lascerebbe intatto il carattere "liquido" dei crediti in ECU su di esso spettanti alle banche centrali nazionali in cambio dei loro dollari, poiché squilibri di bilancia dei pagamenti all'interno dello SME potrebbero essere regolati con semplici trasferimenti

¹¹ Probabilmente un accordo su questa tecnica richiederà però un parallelo accordo sulla proposta complementare dei direttori esecutivi del FMI e del Comitato dei Venti per quanto riguarda gli "asset settlements". Cfr. le osservazioni di M. SZASZ e altri su questo argomento in *EMS: The Emerging European Monetary System*, pubblicato da IRES, Louvain-la-Neuve, Belgio, 1979.

contabili di saldi in ECU da un paese membro all'altro. Questo carattere liquido sarebbe anche conservato per il finanziamento di disavanzi europei verso Stati Uniti — e altri paesi dell'area del dollaro — se le obbligazioni americane verso il FECOM fossero espresse nella forma più appropriata, cioè nella forma di *consols* senza nessuna data obbligatoria di rimborso. Obbligazioni consolidate fruttifere di interesse, ma rimborsabili soltanto per iniziativa del debitore, per lo più con operazioni di mercato aperto, erano un mezzo tradizionale di ricorso al credito per il governo inglese, e, col nome di "rentes perpétuelles", per il governo francese. Esse potrebbero essere rese familiari e attraenti di nuovo, specie se abbinate con obbligazione di rimborso nel caso in cui gli squilibri odierni di bilancia dei pagamenti si invertissero e i creditori degli Stati Uniti tornassero ad incorrere in notevoli disavanzi nei rapporti con l'America. Ciò, d'altra parte, esprimerebbe in modo concreto un'ovvia e inevitabile verità, ossia che rimborsi "reali" di crediti internazionali possono essere effettuati soltanto con il ripristino da parte del debitore di una posizione di surplus. Tutto quel che congegni finanziari possono altrimenti fare è di redistribuire fra i creditori le ragioni di credito su un paese in deficit; ma i creditori possono ricevere rimborsi "reali" soltanto incorrendo in disavanzi.

I titoli consolidati accumulati dal FECOM — o da un riformato Fondo Monetario Internazionale — dovrebbero anche essere negoziabili nel mercato, a determinate condizioni, ogniqualvolta fosse consigliabile assorbire eccessivi, inflazionistici volumi di liquidità.

3. — Progressi verso riforme mondiali

Taluni ritengono ancora che una cooperazione monetaria regionale contrasti con una cooperazione monetaria mondiale. Io fui di parere opposto quando collaborai per programmare e negoziare l'Unione Europea dei Pagamenti, che fornì negli anni cinquanta un'eccezionale dimostrazione della *complementarità* dei due approcci. L'UEP, invero, fece in quegli anni molto più del Fondo Monetario Internazionale per ripristinare la convertibilità tra le monete partecipanti e il dollaro. Sono convinto che l'esperimento dello SME e l'indispensabile cooperazione fra lo SME e le autorità statunitensi potrebbero alla lunga spezzare il blocco che

ha paralizzato, a partire dalla riunione di Giamaica, la precedente determinazione a ripristinare un funzionante ordinamento monetario mondiale. Spero di non essere solo un isolato sognatore nel ritenere che cambi fluttuanti e il secondo emendamento delle norme statutarie del FMI non dovrebbero relegare al cesto dei rifiuti tutte le precedenti proposte di riforma del FMI, formulate in dieci anni di continui, intensi negoziati. Mi permetto a questo proposito di richiamarmi a quanto ho detto nel mio "Gold and the Dollar Crisis: Yesterday and Tomorrow" pubblicato nel novembre 1978 nei *Princeton Essays in International Finance* (particolarmente, pagg. 11 e 12). Gli sviluppi rivoluzionari degli ultimi anni esigono certo modificazioni delle precedenti proposte di riforma, ma per ampliarle — in particolare per affrontare la fantastica esplosione di crediti privati internazionali — non già per indebolirle.

1) Per prima cosa, è ovvio che dovrebbe essere realizzato il più volte reiterato pio desiderio di sostituire un DSP riformato sia al dollaro sia all'oro nelle riserve e nei regolamenti internazionali. Le ultime stime dell'*International Financial Statistics* mostrano come si sia lontani da questo obiettivo: ciascuna delle due voci: "DSP" e "posizioni di riserva" nel Fondo contavano, nel maggio 1979, per meno del 3% delle riserve mondiali contro il 44% per l'oro (valutato ai prezzi di mercato del tempo) e il 51% per i saldi in valuta estera. Speriamo che la risoluzione adottata nella riunione del FMI a Belgrado riguardo ai "conti sostituzione" in DSP sia un primo passo sulla lunga strada che ci sta dinnanzi. La conversione delle esistenti disponibilità di oro e dollari in "conti sostituzione" sarebbe però inutile (e difficile da negoziare) se non fosse integrata dalle radicali riforme cui essa dovrebbe essere un mero preludio, e cioè: a) dalla limitazione in futuro, degli aumenti delle riserve del sistema monetario internazionale alla misura necessaria per renderlo uno strumento di stabilità anziché di inflazione mondiale; b) dal tentativo di riservare tali aumenti al finanziamento di obiettivi economici e sociali di alta priorità, anziché al finanziamento a casaccio di disavanzi degli Stati Uniti o di altri centri di riserva.

Vorrei di nuovo auspicare, come mezzo per raggiungere il primo dei suddetti obiettivi, una semplice regola alla Milton Friedman: si dovrebbe stabilire che il FMI espandesse il volume totale dei prestiti e investimenti a un tasso annuo compreso fra il 4 e il 6%, tasso coerente con le esigenze di riserve per uno sviluppo

non inflazionistico della produzione e del commercio mondiali. Una maggioranza di due terzi, tre quarti o anche più dei voti dei partecipanti al Fondo dovrebbe essere necessaria per autorizzare notevoli distacchi da questa norma. Perché essa avesse l'effetto desiderato, le autorità monetarie dovrebbero inoltre investire l'intero importo dei loro surplus futuri in DSP — ribattezzati, naturalmente, e resi più attraenti ai membri del Fondo — ed evitare qualsiasi acquisto di oro e valute estere, salvo che per minime consistenze operative in monete estere ancora indispensabili per intervenire sul mercato finché i DSP non fossero resi disponibili (come dovrebbero essere) per le banche commerciali e anche per altri operatori.¹⁴ Particolarmente incoraggianti a questo riguardo sono i lungimiranti *Thoughts on an International Monetary Fund Based Fully on the SDR* del direttore del Dipartimento di Ricerche Economiche del FMI, J.J. Polak.¹⁵

Per quanto riguarda il secondo obiettivo, la sua realizzazione discenderebbe automaticamente dal fatto che lo sviluppo delle riserve deriverebbe per intero da decisioni concordate del FMI. Tali decisioni comprenderebbero il tipo di operazioni finanziate in passato dal Fondo, incluse quelle coperte dai "General Agreements to Borrow". Ma le integrerebbero con quelle rese possibili dalla sostituzione di DSP alle riserve in oro e in monete estere e non sarebbero necessariamente limitate, come ha brillantemente spiegato il professor Machlup,¹⁶ a prestiti a breve termine. Un'espansione delle operazioni del FMI coerenti con il primo obiettivo dovrebbe lasciare spazio a operazioni di questo genere. Le quali potrebbero assumere la forma di investimenti del Fondo in obbligazioni a lungo termine (o addirittura, in "consols") emesse da varie istituzioni come la Banca Mondiale, le sue affiliate, banche di sviluppo regionale e via dicendo (si potrebbe pensare anche a istituzioni non finanziarie, come, per fare un esempio, la "World Health Organization").

¹⁴ Qualora una maggiore accumulazione di dollari fosse giudicata necessaria in un periodo di transizione, se ne dovrebbe dedurre l'importo dalle operazioni autorizzate di prestito e investimento del Fondo.

¹⁵ Di recente pubblicato dal FMI come n. 28 della "Pamphlet Series".

¹⁶ In particolar modo, nell'articolo "The Cloakroom Rule of International Reserves: Reserve Creation and Resources Transfers", *Quarterly Journal of Economics*, agosto 1965.

2) Due ulteriori aspetti di un riordinamento del sistema monetario internazionale meritano qualche commento. Il primo è la necessità di prendere in considerazione l'incredibile proliferazione di crediti internazionali finanziati da settori privati, particolarmente con operazioni in eurovalute ed emissioni di euroobbligazioni. Le stime grezze e incomplete della Banca per i Regolamenti Internazionali¹⁷ mostrano un aumento netto di circa 330 miliardi di dollari per le operazioni di questo tipo negli ultimi tre anni (535 miliardi lordi), importo equivalente a più di due volte e mezzo l'aumento rilevato di 127 miliardi di dollari per gli investimenti delle banche centrali in monete estere e a più di sessanta volte l'aumento delle assegnazioni di DSP e dei prestiti del FMI.¹⁸

Partendo da questi dati, taluni seri economisti, sia del mondo accademico sia del Tesoro americano, sono venuti sostenendo che le riforme sopra auspiccate come necessarie per arrestare l'esplosione inflazionistica della creazione di riserve non soltanto sono state rese inutili dalla generalizzazione dei cambi fluttuanti, ma sono anche divenute comunque irrilevanti a causa della facilità con la quale i vari paesi possono ora finanziare persistenti disavanzi col ricorso a crediti del mercato privato, anziché con perdite di riserve o con prestiti ottenuti dal FMI. Io trarrei dagli stessi fatti conclusioni opposte, ossia che ogni serio tentativo di ridurre la persistente inflazione mondiale e gli squilibri di bilancia dei pagamenti deve affrontare l'una e l'altra delle due loro principali fonti:

- a) il disordinato finanziamento dei centri di riserva, che i cambi fluttuanti non sono riusciti a ridurre in misura significativa;
- b) il disordinato sviluppo dei finanziamenti privati, che non avrebbero potuto raggiungere le attuali dimensioni, se il dollaro statunitense non avesse acquisito involontariamente il privilegio — e l'onere! — di essere accettato dalle banche centrali e insieme dalle banche commerciali e dai loro clienti come una "moneta mondiale parallela".

¹⁷ Nell'*Annual Report* del giugno 1979, p. 104.

¹⁸ Si veda la Tab. IV del testo. Si noti però che una notevole parte degli aumenti rilevati, valutati in dollari, riflettono, più che nuove operazioni di prestito, l'effetto del deprezzamento del dollaro negli anni in questione (da 0,85422 a 0,76758 DSP per dollaro).

TABELLA IV

PRINCIPALI FONTI DEI FINANZIAMENTI INTERNAZIONALI: 1976-1978

	In miliardi di dollari			Quote % degli aumenti 1976-78
	Alla fine del 1975	1978	Aumenti 1976-78	
I. Creazione di riserve monetarie:	178,8	311,8	133,0	29%
A. Averi di Banche Centrali in valuta estera	160,3	287,7	127,4	27%
B. Assegnazioni di DSP	10,9	12,1	1,2	—
C. Credito netto del FMI	7,6	11,9	4,3	1%
II. Mercato privato (netto)			330,5	71%
A. Crediti di banche commerciali sull'estero	285,0	540,0	255,0	55%
B. Emissioni di obbligazioni internazionali			75,5	16%
III. Totale (I + II)			463,5	100%

Fonti:

I. *International Financial Statistics* (agosto 1979), con conversione in dollari USA delle stime in DSP. Il "credito netto del FMI" (linea IC) corrisponde alla voce "use of Fund credit" meno l'avanzo non distribuito del FMI.

II. *Bank for International Settlements. Annual Report* (giugno 1979), p. 104.

Nota:

Allo sviluppo complessivo — 84% — degli investimenti in riserve internazionali (linea I) e dei crediti di banche commerciali sull'estero (linea IIA) nel triennio 1976-1978 ha contribuito prevalentemente la seconda voce: le operazioni di prestito e di investimento delle banche commerciali sull'estero sono state d'importo quasi doppio delle operazioni delle banche centrali, e 46 volte quelle del FMI.

La mia seconda, e ultima, osservazione, è che il processo di riforma sopra delineato dovrebbe modificare, e certo modificherà, in modo fondamentale la distribuzione di compiti e responsabilità fra il FMI, lo SME e altri gruppi monetari interstatali già esistenti o di probabile costituzione in avvenire. Le motivazioni finanziarie, economiche e soprattutto politiche per la cooperazione monetaria e per reciproci impegni sono, ovviamente, particolarmente forti fra paesi altamente interdipendenti, e acutamente consapevoli di questa interdipendenza, molto più forti delle ragioni adducibili oggi per una cooperazione monetaria su scala mondiale fra gruppi più eterogenei di paesi reciprocamente meno interdipendenti.

TABELLA V

DIPENDENZA ECONOMICA DA ESPORTAZIONI INTRA-COMUNITARIE NEL 1978

	in miliardi di ECU			in % delle esportaz. verso il mondo		
	Totale della Comunità	Belgio- Lussemburgo	Regno Unito	Totale della Comunità	Belgio- Lussemburgo	Regno Unito
I. Esportazioni verso l'Europa:	252	28,5	31,2	70	81	56
1. Verso i paesi della Comunità	186	25,2	21,2	52	72	38
2. Verso altri paesi dell'Europa Occ.	53	2,7	8,6	14	8	15
3. Verso l'Europa Or.	13	0,7	1,5	4	2	3
II. Esportazioni verso gli Stati Uniti	23	1,5	5,2	6	4	9
III. Esportazioni verso il resto del mondo	84	5,1	19,6	24	15	35
IV. Esportazioni totali	360	35,1	56,1	100	100	100
Quota % 1977 nel PNL delle:						
I. Esportazioni totali di beni e servizi				28	50	30
II. Esportazioni di merci verso la CEE				12	33	9

Fonte: Comunità Europee: Eurostat

(1) Per gli scambi di merci: *Monthly External Trade Bulletin*, Special Number 1958-1978, pp. 21-22; e *EC Trade by Community Classes and Main Countries*, giugno 1979, pp. 4-5.

(2) Per il PNL e le esportazioni di beni e servizi: *National Accounts ESA, Aggregates, 1960-1977*, pp. 95, 115 e 123.

Alcuni dati possono illustrare questo punto. Le esportazioni ad altri paesi della CEE costituivano il 52% delle esportazioni totali della Comunità nel suo complesso, oscillando tra un massimo del 72% per il Belgio e un minimo del 38% per il Regno Unito. Si spiega così, in parte, il maggiore entusiasmo riscontrato in Belgio, rispetto al Regno Unito, per un'unione economica e monetaria specie se si considera anche la maggior dipendenza del PNL belga dalle esportazioni (50%, contro il 30% per il Regno Unito), e il fatto che le esportazioni di merci verso la sola CEE equivalgono al 33% del PNL per il Belgio, contro il 9% per il Regno Unito (v. tab. V). Le esportazioni verso la Comunità sono, d'altra parte, per tutti i paesi

membri un multiplo delle rispettive esportazioni verso il loro principale cliente extra-europeo: gli Stati Uniti. Sono di quattro volte superiori per il Regno Unito, che si trova nella posizione più bassa; si sale a ben trenta volte per il Belgio. La cruciale importanza degli Stati Uniti — e del dollaro — nelle politiche e nei congegni istituzionali della CEE deriva principalmente da altre ragioni, in particolare: a) dalla difficoltà di cambiare profondamente comportamenti psicologici radicati, usi di mercato e pratiche burocratiche ereditate dal passato; b) e, ancor più, dall'ancora enorme peso degli Stati Uniti, sia nel resto del mondo sia in Europa, come potenza economica, politica e militare.

Analoghe osservazioni potrebbero essere fatte, e documentate, per altre aree del mondo. Una struttura di cooperazione monetaria più decentrata di quella di Bretton-Woods è da tempo necessaria. Essa avrebbe, a mio parere, un triplice vantaggio:

1) permetterebbe uno sfruttamento del vasto potenziale per realistiche forme di cooperazione più completo di quello che può derivare da un ambito mondiale anziché regionale;

2) solleverebbe il FMI da responsabilità non necessarie e gli permetterebbe di concentrarsi su quei compiti che non possono essere assolti con altrettanta o maggiore efficienza su scala regionale;

3) renderebbe più attraente una piena partecipazione alle sorti del FMI a paesi "disaffezionati", quali sono molti paesi sottosviluppati, e in particolare la renderebbe possibile ai paesi comunisti, che non sono in grado di adattare i loro mutui rapporti a regole e norme derivate dalle economie di mercato (o a pianificazione meno centralizzata) del mondo capitalistico, regole che non sempre avrebbero senso per le economie comuniste.

ROBERT TRIFFIN

APPENDICE

TABELLA 1

ENTITÀ, FONTI, DISTRIBUZIONE DELLE RISERVE MONETARIE MONDIALI:
1913-1978

(miliardi di dollari o di DSP a fine anno)

Finis del	1913	1937	1949	1959	1969	1972	1975	1978
FONTI								
I. Oro mondiale in miliardi di DSP a 35 DSP per oncia	4,1	25,3	34,4	39,9	40,8	41,2	41,1	40,1
II. Crediti, in miliardi di DSP	0,7	2,4	11,1	17,0	37,9	105,3	152,7	239,3
A. Valute estere	0,7	2,4	11,0	16,1	33,0	95,9	136,9	220,8
B. Assegnazioni di DSP e crediti FMI:								
1. Assegnazioni DSP	—	—	—	—	—	9,3	9	9,3
2. Crediti FMI	—	—	0,2	0,9	4,8	0,1	5,5	9,2
III. Effetto delle fluttuazioni dollaro-oro			-0,3	0,1	0,2	44,2	149,6	291,5
A. Sulla valutazione dell'oro:			-0,3	0,1	0,2	35,2	123,6	219,0
1. tasso oro-DSP			-0,3	0,1	0,2	29,2	99,6	158,8
2. tasso DSP-\$			—	—	—	6,0	24,0	60,2
B. Sulla valutazione dei crediti (soltanto tasso DSP-\$)			—	—	—	9,0	26,1	72,5
Riserve totali in miliardi di \$	4,8	27,7	45,2	57,0	78,9	190,7	343,4	570,9
DISTRIBUZIONE								
Riserve totali, in miliardi di DSP	4,8	27,7	45,5	57,0	78,7	146,6	193,8	279,4
I. Stati Uniti	1,3	12,8	26,0	21,5	17,0	12,1	13,6	15,0
II. Altri paesi	3,5	14,9	19,5	35,5	61,7	134,4	180,2	264,4
A. OPEC			1,2	2,5	4,1	10,0	48,3	46,2
B. Restanti paesi			18,3	32,9	57,6	124,4	131,9	218,2
1. Sviluppatori			11,0	26,3	45,7	104,7	105,9	165,4
2. Meno sviluppati			7,3	6,6	12,0	19,7	26,1	52,8

Note:

1. Per il 1913 e il 1937 stime; v. note alla Tab. 8, pp. 66-67 del mio Princeton Essay in International Finance (n. 12, giugno 1964): *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*. Gli averi in oro del 1913 sono valutati a \$ 20,67 per oncia. La rivalutazione a 35 \$ l'oncia nel 1934 corrisponde a 11,4 miliardi dei 25,3 miliardi della stima 1937 dell'oro mondiale.

2. Tutte le altre stime sono calcolate sui dati delle tabelle delle riserve internazionali della pubblicazione annuale di *International Financial Statistics 1979*. Tali tabelle indicano la composizione delle riserve dei vari paesi, anziché l'origine o le fonti delle riserve. Esse perciò includono nella voce "posizioni di riserva nel Fondo" l'effetto di trasferimenti di oro e DSP da paesi al Fondo, da me attribuiti alle voci "oro mondiale" e "assegnazioni di DSP". Le mie stime della voce "Crediti FMI", come fonte di riserve include soltanto la voce "Use of fund credit" più i depositi e gli investimenti del Fondo in obbligazioni del governo americano (soltanto da marzo 1956 a gennaio 1972) e meno una piccola divergenza (che sale a circa un miliardo di \$ nel periodo 1972-1978) derivante prevalentemente dall'avanzo non distribuito del Fondo.

Piccole divergenze nel totale IFS per la distribuzione delle riserve nel 1949 e nel 1956 sono state attribuite al gruppo dei paesi "meno sviluppati".

TABELLA 2

ENTITÀ, FONTI E DISTRIBUZIONE DEGLI AUMENTI DELLE RISERVE: 1949-1978

	Da Adamo ed Eva fino al 1949	Aumenti decennali		Aumenti triennali			Aumenti	
		1949-59	1959-69	1969-72	1972-75	1975-78	1968-78	1972-78
ENTITÀ								
1. in miliardi di \$	45	12	22	112	153	227	492	380
2. in miliardi di DSP	46	11	22	68	47	86	201	133
TASSI DI SVILUPPO nel periodo								
1. delle stime in \$		26	35	142	80	66	623	199
2. delle stime in DSP		25	38	86	32	44	255	91
Tassi annuali di sviluppo								
1. delle stime in \$		2	3	34	22	18	25	20
2. delle stime in DSP		2	3	23	10	13	15	11
FONTI (per le stime in \$) in miliardi								
I. Oro	34	6	1	-	-	-	-	-1
II. Crediti	11	6	21	67	47	87	201	134
A. Valute estere	11	5	17	63	41	84	188	125
B. Assegnazioni DSP e crediti FMI	-	1	4	5	6	2	14	9
III. Effetti delle fluttuazioni oro-dollaro:	-	-	-	44	105	142	291	247
A. Tasso oro-DSP	-	-	-	29	70	59	159	130
B. Tasso DSP-\$	-	-	-	15	35	83	133	118
In % del totale								
I. Oro	76	47	4	-	-	-	-	-
II. Crediti	24	50	95	60	31	38	41	35
A. Valute estere	24	43	77	56	27	37	38	33
B. Assegnazioni DSP e crediti FMI	1	6	18	4	4	1	3	2
III. Effetti delle fluttuazioni oro-dollaro:	-1	3	-	39	69	62	59	65
A. Tasso oro-DSP	-1	3	-	26	46	26	32	34
B. Tasso DSP-\$	-	-	-	13	23	36	27	31
DISTRIBUZIONE (per le stime in DSP) in miliardi:								
I. Stati Uniti	26,0	-4,5	-4,5	-4,9	1,5	1,4	-2,0	2,9
II. Altri paesi	19,5	16,0	26,2	72,7	45,8	84,2	202,7	130,0
A. OPEC	1,2	1,3	1,5	5,9	38,3	-2,1	42,1	36,2
B. Restanti paesi:	18,3	14,6	24,7	66,8	7,5	86,3	160,6	93,8
1. Sviluppati	11,0	15,3	19,4	59,0	1,2	59,5	119,7	60,7
2. Meno sviluppati	7,3	-0,7	5,4	7,7	6,4	26,7	40,8	33,1
In % del totale mondiale								
I. Stati Uniti	57	-39	-21	-7	3	2	-1	2
II. Altri paesi	43	139	121	107	97	98	101	98
A. OPEC	3	11	7	9	81	-2	21	27
B. Restanti paesi	40	127	114	98	16	101	80	71
1. Sviluppati	24	133	89	87	3	70	60	46
2. Meno sviluppati	16	-6	25	11	14	31	20	25

Fonti e note: v. Tabella 1

TABELLA 3

BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI: 1960-1978
(in miliardi di dollari)

	Totale	Medie annue			Anno	Quota % nel	
	1960-78	1960-69	1970-72	1973-78	1978	1960-69	1973-78
I. Aumento dell'indebitamento (-) di:	-320	-5	-18	-36	-64	113	91
A. Tesoro e Banche verso:	-243	-3	-13	-29	-53	69	73
1. Istituzioni ufficiali	-166	-1	-16	-19	-34	18	46
2. Altri (prevalentem. Banche)	-78	-2	3	-11	-19	50	27
B. Altri	-77	-2	-5	-7	-11	44	18
II. Divergenza statistica	-5	1	4	-4	-11	-13	9
III. TOTALE (I+II), finanziante:	-325	-4	-14	-40	-75	100	100
A. Disavanzo U.S. corrente (-)	76	5	-	4	-11	-121	-10
1. Ricavi netti su investimenti	167	5	7	16	22	-114	-40
2. Altre voci	-91	-	-7	-12	-32	-6	30
B. Esportazioni di capitale (-): ("Riciclaggio")	-401	-9	-14	-44	-64	222	110
1. Riserve monetarie	5	-	2	-1	1	-11	2
2. Attività bancarie	-120	-1	-2	-17	-33	18	43
3. Aiuti all'estero	-83	-3	-4	-6	-8	81	16
4. Altre voci	-203	-6	-10	-20	-24	133	49

TABELLA 3A

	1972	1978	Dic. 1978
Svalutazione (-) o rivalutazione media del \$, in %, da maggio 1970 a fine periodo, rispetto a:			
1. Venti principali monete	-10	-21	-24
2. Franco svizzero	-13	-59	-62
3. Marco tedesco	-13	-45	-49
4. Yen giapponese	-16	-42	-45
5. Sterlina inglese	-4	-25	-21

Fonti:
Survey of Current Business e International Financial Statistics.

TABELLA 4

STRUTTURA GEOGRAFICA DELLE ESPORTAZIONI MONDIALI NEL 1978
(in % delle esportazioni verso il mondo)

ESPORTAZIONI A → DA ↓	I		II		III		IA. EUROPA OCCIDENTALE				IB. AREE ORIENTATE VERSO L'EUROPA				II. EMISFERO OCCID.		III. ASIA (1)	
	Europa- Aree orientate verso l'Europa	Emisfero Occident.	Asia (1)	Totale	Comunità Europea	Altri paesi	Medio Oriente e Africa (1)	Paesi Comunisti	Australia Nuova Zelanda Sudafrica	USA	Altri	Giappone	Altri	USA	Altri	Giappone	Altri	
I. Europa - Aree orientate verso l'Europa	75	14	9	59	45	14	11	4	2	9	5	4	4	9	5	5	4	
A. Europa Occidentale	85	10	4	66	50	15	13	5	2	6	3	1	3	6	3	7	3	
Comunità Europea	85	10	4	66	51	15	13	4	2	6	3	1	3	6	3	1	3	
Altri paesi	86	10	4	62	45	16	12	12	1	6	3	2	6	6	3	2	2	
B. Medio Oriente e Africa	48	30	21	41	33	8	5	7	7	19	11	14	19	11	14	7	7	
Paesi esportatori di petrolio	43	33	24	38	31	8	3	-	1	21	13	16	21	13	16	8	8	
Altri paesi medio-orientali	70	10	13	38	30	9	20	10	2	9	1	6	9	1	6	7	7	
Altri paesi africani (2)	74	18	7	57	49	8	12	4	1	12	6	4	4	12	4	3	3	
C. Paesi comunisti (3)	77	6	17	65	35	30	11	...	7	3	3	9	3	3	9	9	9	
D. Australia, N. Zelanda e Sudafrica	40	16	31	26	22	4	6	4	4	13	3	19	3	13	3	12	12	
II. Emisfero Occidentale	41	44	14	25	20	5	11	3	2	20	23	7	20	20	23	7	6	
A. Stati Uniti	49	32	18	28	22	6	15	3	3	X	32	9	X	X	32	9	9	
B. Canada	18	70	8	10	9	1	4	5	1	68	6	6	68	6	6	2	2	
C. America Latina	42	50	6	31	24	7	6	3	-	33	16	5	33	16	5	5	2	
III. Altri paesi asiatici	41	31	27	14	14	4	15	5	4	25	6	7	25	6	7	20	20	
A. Giappone	43	33	22	16	11	4	17	7	3	26	7	X	26	7	X	22	22	
B. Altri paesi	38	28	34	21	17	3	12	3	2	25	3	16	25	3	16	18	18	
IV. Mondo	64	22	13	46	36	11	11	4	2	14	9	6	14	9	6	7	7	

Fonte: *Director of Trade Yearbook 1979* (Fondo Monetario Internazionale)

NOTE: (1) Esclusi i paesi esportatori di petrolio.

(2) Escluso il Sudafrica.

(3) Strutture incomplete, che escludono la maggior parte degli scambi fra i paesi comunisti. Cfr. la fonte per altri chiarimenti e indicazioni. Differenze fra i totali orizzontali e 100% dipendono da esportazioni verso aree non specificate.