

Riflessioni sul nuovo regime dei cambi esteri

1. Lo scopo di questo scritto è di esaminare le disposizioni del nuovo Articolo IV¹ dello Statuto del Fondo Monetario Internazionale per quanto riguarda il regime dei cambi esteri dei paesi membri. Ometterò commenti a quelle parti delle disposizioni che regolano il ritorno a un regime di parità monetarie, non essendo tale ritorno previsto per il futuro prossimo. Per inquadrare l'esame premetterò alcune osservazioni su certi aspetti degli eventi che, dal 1971 in poi, hanno condotto alla redazione del Secondo Emendamento. L'accento sarà posto su questioni di funzionamento e relativa regolamentazione, con qualche riferimento incidentale a questioni teoriche.

I. Considerazioni preliminari

2. L'ampio grado di libertà che la nuova formulazione concede ai paesi nella scelta del regime valutario, e la natura generica dei termini usati nella descrizione degli obiettivi possono permettere a chiunque di intravedere nel testo il regime di cambi prediletto. E ciò è accaduto, come può dedursi dalla ricca serie di proposte di schemi più vari avanzate in ambienti ufficiali, semi-ufficiali, accademici. Il grado di libertà è talmente ampio che vien fatto di chiedersi perché fosse necessario un accordo internazionale per dar modo a ciascun paese di adottare il regime di sua scelta. La risposta probabile è che l'accordo consiste essenzialmente nel conferimento al Fondo del mandato di sorvegliare l'applicazione dei vari regimi di cambi in essere,

¹ Con questa espressione mi riferisco al testo di detto articolo incluso nel cosiddetto « secondo emendamento » che, al momento di scrivere, è ancora in corso di ratifica da parte dei paesi membri. Per ragioni da me esposte nello studio « Reshaping the International Monetary and Financial Arrangements », pubblicato nella « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review » (giugno 1977), preferisco l'espressione « secondo emendamento » a quella più pretenziosa « riforma del sistema monetario internazionale ».

quali che essi siano, al fine di assicurare che il loro funzionamento non sia in conflitto con certi principi generali di condotta. Anche sulla necessità di tale mandato si avanzano dubbi (vedi nota 21); ma accettando questa *raison d'être*, il nostro scopo specifico è quello di valutare il grado di « amministrabilità » di tale mandato, e, in ultima analisi, l'efficacia dell'accordo. I rilievi preliminari sul nuovo « sistema » e sulla complessità della rete attuale di regimi nazionali dei cambi hanno il solo scopo di porre il problema in termini concreti.

3. La successione degli eventi che hanno condotto alla formulazione del nuovo « sistema » fa sorgere alcune perplessità circa la profondità di giudizio e la lungimiranza delle autorità nazionali che si sono pronunciate sulla materia a varie riprese durante gli ultimi dieci anni. I commenti che seguono — di natura critica — partono dalla nozione che un « sistema » o « regime », codificato in un accordo soggetto a ratifiche parlamentari, ha un connotato di permanenza nel tempo, per periodi più o meno lunghi, usualmente superiori al decennio. Questo attributo, che è comune alle costituzioni di enti pubblici, alle leggi di base che regolano materie complesse, agli statuti societari, ecc., presuppone che il testo dell'accordo venga redatto con una visione del futuro, lasciando, al tempo stesso, una certa flessibilità per renderlo adattabile a mutevoli circostanze nell'ambito delle caratteristiche principali del sistema. Posta questa premessa, va ricordato che in periodi recenti si è venuto affermando, ufficialmente e privatamente, con crescente frequenza e con spiccata propensione alla « razionalizzazione dell'avvenuto », che il sistema delle parità di « Bretton Woods » non poteva funzionare. Una prima osservazione che lascia molto perplessi a questo riguardo è che ancora nel 1968 le autorità monetarie e i loro rappresentanti in seno al FMI, nell'intraprendere la complessa opera di ristrutturazione degli articoli dello statuto del Fondo per introdurre i diritti speciali di prelievo e per apportare altre varianti, non sembra abbiano avuto nemmeno il sospetto che solo tre anni dopo, nell'agosto 1971, il sistema era « destinato » a ciò che spesso si presenta come un inevitabile collasso. La fiducia nel sistema basato sulle parità venne invece riaffermata nella riunione annuale del 1969 da Governatori di vari paesi.

4. Le perplessità aumentano quando si esaminano i successivi documenti ufficiali. Il rapporto del FMI dal titolo « *The Role of*

Exchange Rates in the Adjustment of International Payments »² riaffermava nel 1970 la superiorità del sistema delle parità su altri regimi, compreso quello dei cambi fluttuanti. Esso reputava anche che dopo la rivalutazione del marco tedesco (1969) e le svalutazioni della sterlina (1967) e del franco francese (1969), « the risk that a parity change for one currency would spread instability in the system as a whole has been considerably alleviated ». La stessa fiducia venne riaffermata l'anno seguente. Il rapporto annuale del Fondo per il 1971 così si esprimeva⁴: « first, it remains the conviction of the Executive Directors, as stated last year in the report on "The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments", that the basic principles of the Bretton Woods system are sound and should be maintained and strengthened — a judgement that was endorsed without reservation at the 1970 Governors' meeting in Copenhagen ». Questo rapporto venne trasmesso dal Direttore generale ai Governatori del FMI il 29 luglio 1971, cioè appena due settimane prima della decisione del Governo degli Stati Uniti di non osservare l'obbligo di mantenere i cambi dentro gli scarti dell'1 per cento dalla parità (vedasi su questo punto il paragrafo 7).

5. Dati questi precedenti, è piuttosto sconcertante leggere nel rapporto del FMI pubblicato nel 1972 che « the widespread recourse to floating rates after August 1971 showed that, even with an intensification of capital controls in many countries, the system as previously operated was subject to pressures beyond its power to handle, and underlined the urgency of making it less crisis prone »⁵ (nostro il corsivo). Il rapporto rimaneva tuttavia fedele al sistema delle parità e formulava suggerimenti miranti a farlo funzionare con efficacia; e tale continuava ad essere essenzialmente il giudizio delle supreme autorità monetarie nel 1974.⁶ Come è noto, questa posizione fu abbandonata nella riunione decisiva dell'Interim Committee del gennaio 1976. Sebbene la decisione, nel dare ai paesi completa libertà

² Pp. 42-46 e p. 70.

³ *Ibid.*, p. 51.

⁴ International Monetary Fund, 1971 *Annual Report*, p. 13.

⁵ International Monetary Fund, *Reform of the International Monetary System*, Washington, D.C., 1972, p. 11.

⁶ Lo « Outline of Reform » incluso nel Rapporto fatto dal Comitato dei Venti al Consiglio dei Governatori contiene la seguente affermazione « The exchange rate mechanism will remain based on stable but adjustable par values ». V. *International Monetary Reform. Documents of the Committee of Twenty*, Washington, D.C., 1974, p. 11.

di scelta, lasciasse aperta la possibilità di continuare con le parità, le dichiarazioni pubbliche della maggioranza delle principali autorità monetarie furono a sostegno del principio dei cambi fluttuanti. Questa schematica cronistoria di rapidi e netti cambiamenti di posizione delle autorità monetarie suggerisce che nell'ultimo decennio esse sono state dominate nelle loro deliberazioni molto più dalla preoccupazione di risolvere i problemi del momento, o addirittura quelli del recente passato, e molto meno dall'obiettivo di organizzare un sistema, nel senso predetto, capace di servire l'economia mondiale per un periodo sufficientemente lungo. E' probabile che, come abbiamo suggerito altrove,⁷ l'assenza di una visione del futuro per la formulazione di un nuovo sistema possa essere attribuita alla mancanza di un'analisi dei problemi di fondo dell'economia mondiale.

6. In queste considerazioni preliminari riteniamo anche opportuno sgombrare il terreno da alcune nozioni erranee che sono molto diffuse e che continuano a riapparire saltuariamente. Ci limitiamo a quelle tesi su cui è opportuno avere idee chiare per la futura ricostruzione di un sistema. Una prima tesi è che il sistema delle parità creato a Bretton Woods era troppo rigido, nel senso che limitava eccessivamente la possibilità per i paesi di cambiare la parità. Questa tesi non ha alcun fondamento nei fatti. La storia del regime delle parità fino al 1971⁸ rivela le seguenti caratteristiche: (a) le variazioni di parità nel periodo 1945-71 sono state numerose; (b) non c'è stato nessun rifiuto di approvazione di una proposta di cambiamento di parità: solo in un caso (Islanda)⁹ sono sorti dubbi circa l'ampiezza eccessiva della svalutazione; (c) ancora negli anni « sessanta » si lamentava che le parità « were too infrequently altered »¹⁰; (d) ci sono stati numerosissimi casi di abbandono di parità e instaurazione di regimi di cambi diversi, tanto che ancora nel 1965 solo una leggera maggioranza dei paesi membri del Fondo aveva regimi di cambi basati sulle parità;¹¹ (e) il Fondo, sebbene non avesse la facoltà di

⁷ V. « Reshaping the International Monetary and Financial Arrangements », *Op. cit.*

⁸ V. *The International Monetary Fund 1945-1965*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1969, Volume II, Part II Chapters 3, 4, and 5; e *The International Monetary Fund 1966-1971*, by Margaret Garritsen de Vries, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1976, Vol. I, Chapters 21-24.

⁹ *The International Monetary Fund 1945-1965*, *Op. cit.*, Vol. II, p. 103.

¹⁰ *Ibid.* p. 49.

¹¹ *Ibid.* p. 49.

suggerire variazioni di parità, ha continuato ad esortare in sede non ufficiale, e spesso senza successo, i paesi a superare la riluttanza a cambiamenti di parità. Che questa riluttanza esistesse è convalidato dal citato rapporto del FMI sulla riforma del sistema pubblicato nel 1972; in esso si affermava: « in the past, especially in the 1960's, the problem of achieving timely and adequate changes in exchange rates became increasingly apparent in cases of both surplus and deficit countries ». A causa di detta riluttanza, si proponeva, tra l'altro, che le disposizioni circa l'astensione dei paesi membri dal modificare le parità quando non esistesse un « fundamental disequilibrium » avrebbero dovuto essere rese simmetriche, nel senso che i paesi avrebbero dovuto essere indotti a fare « such adjustments (nelle parità) when they were in " fundamental disequilibrium " » (p. 18).

7. La seconda nozione erronea è che il governo statunitense da solo pose termine al sistema di Bretton Woods col dichiarare che non avrebbe più convertito in oro al prezzo ufficiale i saldi in dollari detenuti dalle banche centrali. E' ben vero che questo fu un atto di « signoraggio », al quale alcuni dei detentori dei saldi in dollari si erano forse in gran parte rassegnati; ma ciò che causò il dilagare dell'abbandono delle parità fu un'altra decisione: quella di non osservare l'obbligo sancito dall'Articolo IV, Sezioni 3 e 4, di mantenere i cambi entro margini dell'1 per cento dalla parità. La convertibilità in oro era solo un'alternativa facoltativa aperta a chi non volesse intervenire sul mercato per osservare l'obbligo dei margini. Che il sistema come tale e come originariamente concepito potesse funzionare senza convertibilità in oro risulta non solo dal fatto che tale convertibilità era un'opzione, ma principalmente dal fatto che l'articolo del Secondo Emendamento che contempla il ritorno a un sistema di parità non fa menzione di convertibilità a prezzo prestabilito, né in oro né in altra « attività » internazionale (Articolo IV, Sezione 4; e Schedule C). La decisione presa nel 1971 di non osservare le parità entro i limiti prescritti può essere spiegata con considerazioni varie di tipo sostanziale, ma non come conseguenza dell'abbandono da

¹² Con riferimento agli eventi del 1971 si incontra spesso l'espressione « breakdown of the par value system ». Se presa letteralmente essa potrebbe dare la falsa impressione che il sistema cessò di funzionare per fattori endogeni. Essa, pertanto, distoglie l'attenzione dal fatto che il sistema cessò di funzionare come conseguenza delle decisioni dei governi di non più osservare l'obbligo di mantenere i cambi entro i limiti previsti.

parte degli Stati Uniti della convertibilità in oro del dollaro al prezzo di 35 dollari l'oncia.

8. La terza nozione erronea è un sottoprodotto del dibattito tra cambi di parità e cambi fluttuanti. Così come viene spesso impostato, questo dibattito tende a creare l'impressione che i sistemi attuali appartengono all'una o all'altra categoria. Questa dicotomia, come si vedrà più avanti, non ha riscontro nei fatti. Esiste una varietà di regimi valutari nei vari paesi del mondo, e quando essi vengano esaminati nel loro funzionamento pratico è a volte difficile giungere a caratterizzazioni ben definite. Inoltre, l'abbandono del sistema delle parità come accordo internazionale e il fatto che spesso i cambi liberi sono presentati come un elemento di progresso tendono a creare l'impressione, anch'essa erronea, che oggi la norma nel mondo è costituita da cambi fluttuanti.¹³ Come si vedrà, la gran maggioranza dei paesi ha cambi fissi in termini di altre monete principali.

II. Il nuovo regime

9. Il nuovo regime è regolato dall'Articolo IV dello statuto del Fondo (in corso di ratifica). Le sue caratteristiche principali sono:

(a) Ciascun paese può instaurare il sistema valutario che preferisce. E' prevista la possibilità di un ritorno alle parità, ma anche in questo caso la libertà di scelta rimane integra.

(b) Ciascun paese dovrà rispettare, nell'amministrare il proprio sistema, certi principi generali di condotta stabiliti in termini generici (e in certi casi poco comprensibili).

(c) Il Fondo ha un mandato di stretta (« firm ») sorveglianza sull'amministrazione dei vari sistemi, e a tal fine è tenuto a formulare certi « principi » da servire di guida ai paesi membri. Una prima

¹³ Vedasi, per esempio, Weir M. Brown, « World afloat: National Policies Ruling the Waves », *Essays in International Finance* No. 116, May 1976. Perfino il Fondo Monetario Internazionale, che di regola descrive gli eventi con singolare accuratezza, ha dato la suddetta impressione in qualche parte del testo: « On the whole, exchange rate flexibility appears to have enabled the world economy to surmount a succession of disturbing events, ... ». *V. IMF Annual Report 1975*, p. 33 (nostro il corsivo).

enunciazione di questi principi è stata fatta recentemente e resa pubblica il 29 aprile 1977, insieme all'annuncio di procedure per l'esercizio del mandato di sorveglianza.¹⁴

(d) Non sono previste sanzioni specifiche per il caso di non osservanza dei principi di condotta; né è prevista una procedura di ricorso da parte dei paesi che si sentissero danneggiati dalle politiche valutarie di un altro o altri paesi.

A. OBBLIGHI GENERALI VAGAMENTE DEFINITI E DIFFICILMENTE SORVEGLIABILI

10. Poiché lo scopo principale di questo scritto è di valutare l'efficacia probabile del nuovo accordo, è necessario analizzare brevemente alcuni aspetti di natura tecnico-economica. Come si è accennato, il testo del nuovo Articolo IV contiene espressioni e termini generici, alcuni dei quali sono di difficile comprensione. Ma poiché esso sancisce obblighi generali che i paesi debbono osservare, la discussione che segue ha una portata più che terminologica. Così, si dice, ad esempio, che ciascun paese deve collaborare per promuovere « a stable system of exchange rates » (nostro il corsivo). Che cosa sia uno « stable system » nell'ambito di un regime generale in cui ciascun paese potrebbe adottare cambi fluttuanti è difficile definire; ed è ancora più difficile puntualizzare una condotta generica o specifica conforme a tale obbligo.¹⁵ Inoltre, in una situazione in cui le variazioni delle quantità economiche sono la norma, e l'invarianza

¹⁴ V. *IMF Survey*, May, 2, 1977, pp. 131-2. Questi principi sono stati approvati dal cosiddetto Interim Committee che si è riunito a Washington, D.C., il 27-29 aprile 1977.

¹⁵ Si noti, per esempio, che il cambio del dollaro USA in franchi francesi era di 5,125 alla fine del 1972, salì a 4,105 (+25%) a fine giugno 1973, scese a 5,10 (-19%) a fine gennaio 1974, risalì a 4,04 (+26%) a fine giugno 1975, e scese di nuovo a 5,00 (-19%) a fine ottobre 1976. Non abbiamo informazioni sull'ammontare degli interventi in Francia (o negli Stati Uniti); ma, se ce ne sono stati, hanno quasi certamente mirato ad attenuare le oscillazioni di mercato, che altrimenti sarebbero state ancora più ampie. Questa esperienza viene citata per il fatto che, nonostante la notevole ampiezza delle oscillazioni, non ci risulta che sia stato osservato che esse erano contrarie a uno « stable system » di tassi di cambio. Un accenno al significato dell'espressione in parola venne fatto dal Sig. Willy De Clercq alla Riunione del Fondo del 1976 quando dichiarò che il modo migliore per raggiungere l'obiettivo di uno « stable system » consisterebbe nel cercare di raggiungere l'altro obiettivo di promuovere una « orderly economic growth with reasonable price stability ». (*International Monetary Fund, Summary Proceedings, Annual Meeting 1976*, p. 131). Secondo questa opinione, pertanto, i due obiettivi sarebbero equivalenti; ma purtroppo il secondo è altrettanto vago quanto il primo.

è l'eccezione, in una situazione, cioè, in cui (i) si sostiene la superiorità dei tassi di cambio oscillanti, (ii) si propugna la crescita economica sia in paesi in sviluppo sia in paesi industrializzati, (iii) si accetta come principio un certo grado di inflazione (la dizione dell'Articolo IV è « reasonable price stability »), è difficile attribuire un significato specifico, e tanto meno trarre regole di comportamento da termini come « financial and economic stability » (nostro il corsivo), oppure dall'obbligo « to promote stability » *tout court*. Si incontra infine, un uso piuttosto diffuso del termine « orderly », come in « orderly underlying conditions », « orderly economic growth », « orderly exchange arrangements », « orderly economic and financial conditions ». Chi cercasse chiarimenti di queste espressioni nelle varie pubblicazioni che sono apparse dopo il gennaio 1976 avrebbe scarso successo: troverebbe soltanto ripetizioni o parafrasi. Ciò vale tanto per i documenti ufficiali quanto per le dichiarazioni fatte da funzionari governativi. Per esempio, alcuni dei quesiti sollevati più sopra sono stati posti al Sottosegretario al Tesoro Edwin H. Yeo III da membri del Sottocomitato « on International Finance » del Senato statunitense. E' stato chiesto, in particolare, che cosa significassero le espressioni « orderly economic growth » e « reasonable price stability ». La risposta data al Sottocomitato ha precisato quel che tali espressioni *non* significano; e che è necessario esaminare caso per caso tenendo conto di tutte le circostanze.¹⁷

11. La conclusione è che le espressioni suddette hanno un valore essenzialmente discorsivo; e che dal punto di vista operativo si può escludere che *di fatto* esse si concreteranno in condotte specifiche da parte dei paesi membri o in verifiche da parte del Fondo del-

¹⁶ Vedi, per esempio, i commenti illustrativi fatti dagli Amministratori del FMI ai vari articoli del Secondo Emendamento, in *Proposed Second Amendment to the Articles of Agreement of the International Monetary Fund*, Washington, D.C., March, 1976, pp. 12-13.

¹⁷ Vale la pena di riportare un estratto del testo della risposta: « Obviously there can be no single simple definition of "orderly economic growth" or "reasonable price stability" which would cover all nations and all time periods. Orderly economic growth might not mean exactly the same thing for the U.S. economy and for that of Papua-New Guinea... Nor might reasonable price stability be the same in the context of the 1970's, for example, as in the early 1960's. These two specific phrases are objectives against which nations policies are to be measured and their performance tested. But the assessment must be on a case by case basis taking full account of the individual country's situation » (nostri i corsivi). Cf. *Hearings before the Subcommittee on International Finance of the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, Ninety-Fourth Congress, on H.R. 13955*, p. 151.

l'osservanza degli obblighi correlativi. Due considerazioni corroborano questa conclusione. Una si riferisce al processo formativo delle decisioni circa il contenuto dei testi definitivi nelle riunioni del Comitato dei Venti prima, e in quelle dell'Interim Committee poi. Questo processo è stato succintamente descritto da due partecipanti alle riunioni suddette; ne emergono, tra l'altro, le seguenti caratteristiche: (a) una partecipazione estremamente ampia *fin dall'inizio* alla preparazione dei testi; e (b) la preoccupazione dei vari partecipanti di far sì che i testi riflettessero gli interessi di gruppo rispettivi.¹⁸ Ciò ha inevitabilmente condotto a compromessi politici nella redazione; e, per quanto riguarda specificamente l'Articolo IV, ci sono stati inoltre gli inevitabili compromessi durante i negoziati di Rambouillet per conciliare le opposte tesi. Non sorprende quindi che l'intento di trovare un comune denominatore linguistico dei vari punti di vista abbia condotto a espressioni vaghe, a volte vuote di significato, specialmente dal punto di vista operativo. Secondo uno dei partecipanti, « the debate was thus less about substance than semantics and emphasis... ».¹⁹ La seconda considerazione è che la recente formulazione dei « principi di guida » ai fini della sorveglianza del funzionamento dei sistemi valutari evita riferimenti specifici alle espressioni menzionate nel paragrafo precedente; e che, nell'identificare, ai fini operativi, il campo della sorveglianza, si concentra su aspetti sufficientemente percepibili,²⁰ ancorché non siano chiaramente definibili e siano in gran parte soggetti — come si vedrà — a considerazioni individuali.

B. LA SITUAZIONE DI FATTO QUALE OGGETTO DELLA SORVEGLIANZA

12. D'accordo con quanto sopra, e data l'opinione diffusa che il significato essenziale del nuovo accordo consiste nel conferimento al Fondo Monetario della funzione di sorveglianza,²¹ il resto di questo

¹⁸ V. TOM DE VRIES, « Jamaica, or the non-Reform of the International Monetary System », *Foreign Affairs*, April 1976, pp. 584-585; e ALEXANDRE KAFKA, « The International Monetary Fund: Reform without Reconstruction », *Essays in International Finance*, No. 118, October 1976, Princeton, N.J., pp. 18-19.

¹⁹ ALEXANDRE KAFKA, *op. cit.* p. 18.

²⁰ V. *IMF Survey*, May 2, 1977, *op. cit.*

²¹ Non è affatto pacifico che ci sia un nuovo conferimento di poteri. Nelle udienze al Senato statunitense il senatore Proxmire sollevò dubbi su questo punto. Al quesito circa quali dei poteri riconosciuti dal nuovo Articolo IV il Fondo non possedesse già sulla base dello statuto esistente, il Sottosegretario al Tesoro, Edwin H. Yeo III, rispose: « The thing that is new, Mr. Chairman, is the *explicit* agree-

articolo tratta della « Section 3 » che regola detta funzione. A tal fine, prenderemo come punto di partenza un agglomerato di sistemi valutari simile a quello oggi esistente, essendo legittimo presumere che l'entrata in vigore del nuovo Articolo IV, data la libertà di scelta che permette, non produrrà di per sé cambiamenti nella situazione di fatto. Un'idea generale, per quanto riguarda gli aspetti formali, è data dal Rapporto annuale del Fondo per il 1975.²² Da esso risulta che il 30 giugno 1975 i sistemi dei paesi membri potevano essere classificati in cinque grosse categorie, delle quali due avevano nel complesso 7 sottocategorie. La categoria dei cambi dichiarati fluttuanti isolatamente comprendeva solo 11 monete; aggiungendo la categoria delle monete con fluttuazioni « congiunte », il totale saliva a 18. Il resto (104 monete) era costituito da 100 monete ancorate a cinque monete principali (dollaro, franco francese, sterlina, peseta e rand sud-africano), oppure a cosiddetti « panieri » come i diritti speciali di prelievo (5 monete) o a « panieri » di composizione diversa (14 monete). C'erano poi 4 monete classificate separatamente in quanto, sebbene ancorate ad altre monete, i sistemi adottati contemplavano frequenti modifiche nei rapporti di cambio con la moneta di ancoraggio. Questa classificazione prendeva in considerazione soltanto il cambio di « base », senza tener conto dei cambi multipli sia per i pagamenti in entrata sia per quelli in uscita. Per tener conto di questi aspetti si può ricorrere alla classificazione fatta nel citato 27mo Rapporto annuale sulle restrizioni valutarie.

ment in the same article with granting the Fund authority to maintain surveillance » (nostri i corsivi). V. *Hearing before the Subcommittee, etc., op. cit.*, p. 135. Va osservato che se il nuovo testo rende solo esplicito ciò che era già implicito, sarebbe stata sufficiente un'interpretazione del Consiglio d'Amministrazione per ottenere lo stesso risultato. Un'interpretazione del genere non avrebbe dovuto generare controversie in quanto: (a) l'Articolo I (iii) stabilisce che uno degli scopi del Fondo è « to promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation »; l'Articolo IV, 4(a), che detta obblighi per i membri, stabilisce che « each member undertakes to collaborate with the Fund to promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements with other members, and to avoid competitive exchange alterations »; e (c) l'Articolo I termina con questa frase: « The Fund shall be guided in all its policies and decisions by the purposes set forth in this Article ». A riprova di questa opinione si può addurre che le « Guidelines for the Management of Floating Exchange Rates » del 1974, che come obiettivi generali e procedure sono sostanzialmente equivalenti alle regole per l'applicazione dell'Articolo IV (nuovo), derivano la loro validità appunto dalle disposizioni citate più sopra. Per la verifica dell'osservanza delle « Guidelines » sono previste consultazioni periodiche e un'iniziativa da parte del Fondo in casi anormali di deviazione.

²² International Monetary Fund, Annual Report 1975, pp. 22-23. Vedasi anche il 27th Annual Report on Exchange Restrictions, pp. 516-518.

13. Quando si vada al di là degli aspetti formali, ci si rende conto che la realtà è ancora più complessa.²³ Per avere una nozione sufficientemente corretta degli aspetti sostanziali è necessario accertare in che misura un cambio dichiarato fluttuante è lasciato effettivamente libero dalle autorità monetarie; e in che misura il cambio di una moneta ancorata a un'altra o a un « paniere » rimane di fatto stabile. L'esperienza che il Fondo ha accumulato prima del 1971 con alcuni paesi con inflazione rapida e con sistemi valutari formalmente fluttuanti mostra come in molti casi le autorità monetarie, mediante interventi di mercato, mantenessero di fatto fisso il tasso di cambio per periodi di tempo sufficientemente lunghi da rendere la moneta decisamente sopravvalutata. Saltuariamente l'intervento veniva sospeso, e si permetteva al cambio di trovare un altro livello. Tali sistemi si comportavano, in altri termini, come quelli basati sulle parità con aggiustamenti periodici. Quest'identità sostanziale è però soltanto un caso particolare; in pratica esiste un numero elevato di varianti di difficile caratterizzazione. Che un'esperienza del tipo suddetto continui a prevalere è stato riconosciuto dal Rapporto annuale del Fondo per il 1976, che ha abbandonato la classificazione dell'anno precedente appunto in omaggio a considerazioni di carattere sostanziale del genere sopraindicato.²⁴ Queste constatazioni vanno completate con un'analisi sia degli aspetti quantitativi sia delle determinanti della suddetta esperienza al fine di meglio comprenderla e di valutare certi aspetti del nuovo regime.

14. Per quanto riguarda i paesi con cambi fluttuanti il fatto significativo non è l'intervento di per sé, ma la misura in cui è stato effettuato. I dati disponibili sono, purtroppo, aggregati e si riferiscono a periodi trimestrali; ma, insieme a certe misure, effettive o proposte, sono sufficientemente istruttivi. Anzitutto, poco dopo l'abbandono dei cambi fissi (cosiddetti « centrali » e non più di parità) nel marzo 1973 si aumentò del 53,3 per cento, portandolo a \$17.980 milioni, l'ammontare massimo complessivo delle aperture di credito reciproche tra il « Federal Reserve System » e i principali paesi europei, Canada, Giappone e Messico (i cosiddetti « Reciprocal

²³ *Inter alia*, sia la dicotomia cambi fissi-cambi fluttuanti, sia la nozione generica che oggi nel mondo prevalgono i cambi fluttuanti sono piuttosto remote dalla realtà.

²⁴ International Monetary Fund, Annual Report 1976, p. 24.

Currency Arrangements »).²⁵ Ciò non concordava certo con l'idea che uno dei vantaggi principali dell'adozione dei cambi flessibili è quello di esimere le autorità monetarie dall'effettuare interventi massicci per difendere un certo tasso di cambio o un certo campo di oscillazione. In secondo luogo, gli interventi complessivi dei paesi in parola sul mercato dei cambi nel periodo marzo 1973-gennaio 1977 sono ammontati a 172 miliardi di dollari, secondo dichiarazioni attribuite a Scott E. Pardee della Federal Reserve Bank di New York.²⁶ Inoltre, stando a queste informazioni, l'intensità degli interventi è aumentata in tempi recenti. Mentre la media trimestrale per il periodo suddetto è stata di circa \$11 miliardi, gli interventi in ciascuno dei quattro trimestri dal febbraio 1976 al gennaio 1977 sono stati di 20, 16, 21 e 16 miliardi di dollari. In terzo luogo, nonostante l'aumento ora segnalato e l'ammontare impressionante di questi interventi (col passare del tempo il termine spregiativo « dirty float » è stato sostituito da quello più dignitoso di « managed float »), il direttore generale del Fondo nel giugno 1976 sottolineò la necessità di smorzare « these disturbing fluctuations » suggerendo sia maggiori interventi sia politiche monetarie stabilizzatrici.²⁷

15. Una conclusione importante che si trae dai dati di fatto sopramenzionati — e da altre considerazioni — è che il concetto di cambio come prezzo liberamente formantesi sul « mercato », che equilibra domante e offerte di valuta (escluse quelle delle autorità monetarie) riflettenti le « condizioni dell'economia », nonostante il suo indubbio valore didattico, è un'astrazione talmente remota dalla realtà da non poter essere utilizzato per fini operativi e per l'applicazione di una sorveglianza sulla base dell'Articolo IV. Nella gran maggioranza dei casi il tasso di cambio è un prezzo regolato che viene intenzionalmente utilizzato come strumento di politica economica per raggiungere obiettivi specifici. Sebbene questi obiettivi mal si prestino a categorizzazioni, ne menzioniamo tre in quanto corrispondono ad aggruppamenti di paesi che ricorrono con frequenza nel-

²⁵ Cf. Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review/Winter 1976*, p. 43. Nel passato l'aumento più elevato in valore assoluto era stato di \$3.245 milioni (1968).

²⁶ Il Sig. Pardee è il « Deputy Manager for Foreign Operations of the System Open Market Account ». I dati qui indicati non sono stati pubblicati nelle rassegne trimestrali sulle operazioni in valuta preparate dal Sig. Pardee e dal Sig. Holmes; ma sono stati resi noti oralmente e riportati dalla stampa.

²⁷ V. IMF Survey, June 21, 1976, p. 182.

le discussioni di questioni internazionali. I paesi in sviluppo, le cui aspirazioni e aspettative sono di ricevere un flusso di risorse dall'esterno per integrare i risparmi interni, tendono a mantenere tassi di cambio a livelli compatibili con un disavanzo nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti più o meno corrispondente a detto afflusso. I paesi sviluppati che sono la fonte delle risorse da trasferire ai paesi in sviluppo — secondo le intese o impegni sottoscritti — seguono, o dovrebbero seguire, una politica valutaria tale da permettere una congrua *eccedenza* nelle partite correnti, per effettuare tali trasferimenti senza intaccare sostanzialmente le riserve.²⁸ Vi sono, infine, i paesi che godono di una « rendita internazionale » per avere risorse il cui prezzo di vendita a residenti esteri supera di molto il costo di produzione: tipicamente si tratta oggi dei paesi esportatori di petrolio. Questi paesi, poiché, in generale, hanno un apparato produttivo poco sviluppato o rudimentale, non possono permettere al tasso di cambio di raggiungere livelli che equilibrano le partite correnti; ciò renderebbe i prodotti interni troppo costosi rispetto alle importazioni. Un tale cambio « di equilibrio » non solo sarebbe di ostacolo allo sviluppo economico, ma addirittura distruggerebbe le attività esistenti, esclusi, entro certi limiti, l'edilizia, le costruzioni e certi servizi. Tali paesi, pertanto, mantengono tassi di cambio che, nel senso predetto, sottovalutano la moneta nazionale.

16. Due altri obiettivi di politica economica, perseguiti o perseguibili attraverso la politica valutaria, meritano menzione; ma in questi casi si tratta, in un senso o nell'altro, di anomalie. Uno dei casi è quello delle politiche valutarie che mirano ad ottenere vantaggi concorrenziali per i prodotti di esportazione. Esso va menzionato sia perché è tradizionalmente ritenuto un'anomalia perniciosa, sia per la sua rilevanza dal punto di vista istituzionale: sia l'accordo originario di Bretton Woods sia la nuova versione dell'Articolo IV contengono disposizioni specifiche miranti ad evitare politiche valutarie miranti all'obiettivo in questione. L'altro obiettivo è stato enunciato in epoca recente e consiste nell'evitare che, in una situazione con rilevante inflazione interna, slittamenti del tasso di cambio causino

²⁸ Mentre le statistiche dei paesi in sviluppo mostrano che la caratteristica sopramenzionata si è manifestata sistematicamente per la grande maggioranza dei paesi, i dati fino al 1973 sui paesi sviluppati *presi individualmente* indicano con una certa frequenza alternanze tra eccedenze e disavanzi; tra i paesi sviluppati soltanto pochi sono tornati in attivo dopo breve tempo.

ulteriori aumenti dei prezzi interni.²⁹ Si tratta, in sostanza, di impedire al tasso di cambio di raggiungere un livello che equilibra i conti esteri (partite correnti) al fine di evitare, si dice, l'aggravarsi della inflazione. Una formulazione estrema di questa tesi sosterebbe che l'equilibrio non verrebbe mai raggiunto. Essa va esaminata attentamente perché è basata su premesse che devono essere rese esplicite ai fini della « sorveglianza » sulla politica dei cambi.

17. Il punto di partenza è normalmente un deficit in conto corrente, il che significa che il paese « assorbe » più risorse di quante ne esporti. Per raggiungere un pareggio, o realizzare un'eccedenza, sarebbe necessario ridurre l'« assorbimento » e/o aumentare le esportazioni. La funzione classica dei movimenti dei tassi di cambio è stata appunto quella di produrre queste variazioni in entrata e in uscita. Si argomenta ora che, ove esista un'indicizzazione dei salari basata sul costo della vita, l'aumento del costo in moneta locale dei prodotti importati conseguente a un deprezzamento del cambio causa un aumento corrispondente (dilazionato) dei salari;³⁰ l'effetto diretto sui prezzi e quello indiretto (via salari) danno una spinta all'inflazione, così che il nuovo cambio (che presumibilmente è soggetto a variazioni distinte, cioè non continue) cessa in breve tempo di produrre il riaggiustamento desiderato. Abbiamo sostenuto altrove³¹ che in circostanze simili l'indicizzazione è un impedimento a un programma di stabilizzazione interna; ma riteniamo che spingersi fino ad affermare che essa ostacola il riaggiustamento dei conti esteri richiede condizioni specifiche. Senza entrare in particolari, si può dire che, se si lasciano inalterate la produttività per unità lavorativa e la misura degli aggiustamenti periodici delle remunerazioni rispetto alle variazioni del costo della vita, l'eccesso dell'« assorbimento » di

²⁹ In verità, l'argomentazione riportata nel testo è stata usata in passato da paesi in sviluppo, il che è consono con l'aspettativa che tali paesi hanno un assorbimento netto di risorse esterne. La novità consiste nel fatto che la stessa tesi è stata sostenuta di recente da alcuni paesi industrializzati. Vedasi, ad esempio, l'esposizione fattane dal Governatore della Banca di Francia alla 31ma Riunione annuale del Fondo Monetario Internazionale (Cf. International Monetary Fund, *Summary Proceedings Annual Meeting 1976*, Washington, D.C., p. 74). Nello stesso senso si sono espressi (*ibid.*, p. 128) il Governatore per il Belgio, e (*ibid.*, pp. 139-140) il Governatore per la Spagna.

³⁰ Quest'argomento è spesso basato sull'esistenza di una scala mobile; ma per esser valido richiede solo una sufficiente forza contrattuale dei sindacati.

³¹ Cf. « Indexation as a Tool of Economic, Monetary and Redistributive Policy », in *Economic Notes*, Volume III, No. 2, pp. 55-56.

beni e servizi esteri può essere eliminato, anche quando l'inflazione interna dovesse continuare, purché si permetta agli aumenti dei costi conseguenti al deprezzamento della moneta sul mercato dei cambi di decurtare il valore reale di certi redditi non indicizzati (profitti, onorari professionali, trasferimenti, ecc.). La condizione necessaria è, pertanto, che si permetta che l'onere dell'eliminazione del deficit cada su quei redditi che non sono indicizzati e non sono aggiustati per altra via; il che implica una politica (passiva) di redistribuzione dei redditi. Un'alternativa sarebbe una riduzione dell'occupazione. Se però per varie ragioni interne tali politiche non vengono considerate realizzabili, è inevitabile che perduri un assorbimento netto di risorse reali esterne; e il veicolo monetario che lo rende possibile è costituito dagli interventi sul mercato dei cambi, resi a loro volta possibili, di regola, da risorse finanziarie prese a prestito all'estero. In ultima analisi, l'accettabilità o meno di un siffatto sistema di interventi dipende, in sede normativa, dall'accettabilità di una politica intesa ad evitare redistribuzioni di redditi o una caduta dell'occupazione. La ragione di questa precisazione è che, secondo il nuovo Articolo IV, i principi di guida da adottare ai fini della sorveglianza « shall respect the social and political policies of the members . . . ». Ciò — come si vedrà — può creare un conflitto tra due principi.

18. Dai sei paragrafi che precedono possono trarsi le seguenti conclusioni. (i) L'oggetto della sorveglianza è costituito da un agglomerato complesso di sistemi difficilmente classificabili, nonostante certe simiglianze formali tra alcuni di essi. (ii) La maggior parte dei cambi nominalmente fluttuanti sono soggetti a interventi effettuati su scala di gran lunga superiore a quella che corrisponderebbe a una « fluttuazione pulita ». (iii) I vari sistemi sono amministrati in modo da produrre risultati specifici corrispondenti a obiettivi di politica economica. Più particolarmente, la *norma*, riferita alle partite correnti della bilancia dei pagamenti e intesa in senso programmatico, è costituita da disavanzi ed eccedenze a seconda dei paesi. Questa conclusione è rilevante, a nostro avviso, per la frase dell'Articolo IV,3, secondo la quale nell'applicare i principi di guida « the Fund shall pay due regard to the circumstances of members ».³² Pertanto,

³² La ragione di una formulazione così generica è il carattere universale del Fondo che non gli permette di praticare, e tanto meno istituzionalizzare, trattamenti diversi per categorie di paesi del tipo di quelle menzionate nei paragrafi precedenti.

l'esercizio della sorveglianza verte su *cambi di squilibrio*, il che comporta formulare giudizi sul se disavanzi e eccedenze sono di *dimensioni eccessive* e non sulla loro esistenza. Questo compito è reso difficile dall'impossibilità di usare indicatori obiettivi di vario genere, essendo stata una proposta in questo senso scartata durante i negoziati. I sintomi di deviazioni dai principi sono descritti con termini come « disruptive », « protracted », « large-scale », « unfair »; termini, cioè, soggetti a interpretazioni diverse e che creano pertanto zone piuttosto ampie di indeterminatezza. Non è escluso che con l'accumularsi dell'esperienza si giunga a un concordato tacito su significati sufficientemente specifici. Per ora, però, sembra che neanche nell'ambito del Fondo si abbia un'idea abbastanza chiara della portata dei principi. Quesiti sulle loro conseguenze sono stati posti al direttore generale del Fondo in varie occasioni, ma le risposte non sono fonti di chiarimenti.³³ Piuttosto che trarre conclusioni affrettate da queste dichiarazioni, è necessario procedere a un'analisi dei principi e procedure.

C. NOTEVOLE AMPIEZZA NELL'INTERPRETAZIONE DEI PRINCIPI

19. I principi di guida contengono essenzialmente un obbligo « di astensione » e un obbligo di « intervento » (principi A e B).³⁴ I paesi si devono astenere dal *manipolare* i cambi con il *fine*, da un lato, di impedire un riaggiustamento della bilancia dei pagamenti (paesi in deficit), e, dall'altro, di ottenere un vantaggio concorrenziale *pregiudizievole* (« unfair ») per altri paesi. Poiché uno dei modi per porre in pratica queste manipolazioni consiste in interventi sul mercato dei cambi, i paesi devono *astenersi da interventi* che mirino a quei risultati. E' fatto obbligo, d'altra parte, di *effettuare interventi* al fine di neutralizzare « disorderly conditions ». In

Si noti che le « Guidelines » per i cambi fluttuanti, oggi in vigore (v. paragrafo 28), parlano di cambi di equilibrio con riferimento allo « overall balance »; e poiché questo comprende movimenti di capitale a lungo termine, si ammettono implicitamente gli squilibri nei due sensi nelle partite correnti menzionati nel testo.

³³ V. conferenza stampa di Kingston (Jamaica), 8 gennaio 1976; conferenza stampa di Washington, D.C., 2 aprile 1976; conferenza stampa di Washington, D.C., 29 aprile 1977.

³⁴ A nostro avviso il principio di guida C è una semplice esortazione alla cooperazione internazionale; tanto è vero che nella elencazione dei « sintomi » sotto il titolo « Principles of Fund Surveillance over Exchange Rate Policies » non se ne trova uno che dia concreta applicazione al principio C.

senso generico questi obblighi sono sufficientemente comprensibili; ma le difficoltà sorgono quando si cerchi di puntualizzarli agli effetti pratici, specialmente per quanto riguarda i limiti tra osservanza e non osservanza.

20. Circa l'obbligo dell'intervento, il documento non specifica che cosa siano le « disorderly conditions ». Il dire che esse esistono, tra l'altro, quando si verificano movimenti di capitale a breve termine caratterizzati come « disruptive » non è un chiarimento, poiché il termine « disruptive » non è meno ambiguo di « disorderly » ed è egualmente soggetto ad interpretazioni diverse. Il campo di queste interpretazioni è piuttosto vasto. Una posizione estrema è quella enunciata dall'ex Segretario del Tesoro statunitense William E. Simon. Secondo essa, « disordine » esisterebbe solo quando si verificassero fenomeni di vera e propria aberrazione. In uno scambio di lettere con il Presidente della Commissione Bancaria della Camera, Henry S. Reuss, il Segretario fornì interpretazioni di vari termini dell'Articolo IV.³⁵ Dichiarò che il termine « erratic » è praticamente sinonimo di « disorderly »; e aggiunse che « in our view, the term erratic describes conditions in the exchange market and cannot be defined by, or associated in advance with, any particular cause of exchange rate movement ». ³⁶ Alla stregua di questa definizione precisò che egli non riteneva « disorderly » né i movimenti dei tassi di cambio dovuti a differenze nei tassi d'interesse, né quelli dovuti a differenti tassi d'inflazione. Il criterio dell'« identificazione delle cause » sembrerebbe lasciar fuori i movimenti di capitale cosiddetti speculativi dovuti ad aspettative su cui le autorità monetarie possono solo fare congetture. Ma non è così. Vale la pena di riportare testualmente la risposta data dallo stesso Simon: « The thrust of the Rambouillet Agreement, and the proposed Article IV that resulted from it, is to fix the basic responsibility for variability in exchange rates on changes in underlying economic and financial conditions. Included in the latter are capital flows triggered by changes in economic and financial conditions *as well as market expectations as to what might occur* » (nostro il corsivo). Pertanto, siccome secondo

³⁵ Congress of the United States, Joint Economic Committee, *Press Release*, February 4, 1976.

³⁶ I testi in inglese citati in questo paragrafo sono tratti dalla lettera in data 3 febbraio 1976.

l'interpretazione di Simon movimenti del tasso di cambio dovuti a spostamenti di capitale provocati da aspettative non costituirebbero « disorderly conditions », l'obbligo dell'intervento non sorgerebbe neanche in questo caso. E' questa una posizione estrema; ma nulla nell'accordo impedisce che essa venga adottata e posta in pratica, salvo la possibilità di un conflitto col principio A come si vedrà più avanti.

21. E' molto probabile che le autorità di altri paesi abbiano una nozione diversa di fluttuazioni e condizioni « erratic » o « disorderly », e che, in conseguenza, interpretino diversamente l'obbligo del principio B. Una posizione legittima potrebbe consistere, per esempio, nel ritenere che movimenti di capitale, attribuibili a variazioni del tasso di crescita di certi indici dei prezzi o a variazioni di certi tassi d'interesse, costituiscono reazioni esagerate del mercato in quanto dette variazioni sono ritenute reversibili in breve tempo, oppure perché gli indici dei prezzi sui quali si ferma l'attenzione sono eccessivamente influenzati da fenomeni settoriali. In questi casi i movimenti di capitale potrebbero essere ritenuti « disruptive » e le autorità potrebbero, quindi, considerare opportuno, e conforme all'obbligo del principio B, di intervenire sul mercato per smorzare le corrispondenti fluttuazioni nel tasso dei cambi.³⁷ Una variante di tale politica consisterebbe nel dosare gli interventi diretti a quei fini in modo da tener conto anche della necessità di aumentare o diminuire il livello delle riserve. Una terza posizione potrebbe mirare al mantenimento del cambio nell'interno di una *norma* di medio termine a somiglianza di quanto suggerito dalla « Guideline (3) » delle « Guidelines » del 1974 (vedasi il paragrafo 28); in tal caso gli interventi tenderebbero anche a smorzare le fluttuazioni ritenute cicliche o stagionali, con o senza accumulazione o riduzione di riserve. Di fronte a una tale varietà di politiche di intervento il punto da sottolineare è che i vari paesi possono attuarle interpretando nello stesso senso l'obbligo del principio B; e questa possibilità deriva in larga parte dal fatto che la nuova versione dell'Articolo IV non conferisce al Fondo un'autorità superiore a quella dei paesi membri nel giudicare la conformità o meno delle diverse pratiche ai principi di guida.

³⁷ Una posizione simile è stata presa dalla Banca per i Regolamenti Internazionali nel Rapporto annuale per il 1976. (V. Bank for International Settlements, *Annual Report 1975-76*, p. 104).

22. L'applicazione del principio A per quanto riguarda politiche valutarie che ostacolano un « effective adjustment » o politiche che danno luogo a un vantaggio concorrenziale « pregiudizievole » solleva anch'essa in ambo i casi questioni di valutazione. D'accordo con la conclusione del paragrafo 18, la prassi generalmente accettata è che i paesi sviluppati mantengono *di norma* eccedenze nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti; e i paesi in sviluppo sono *di norma* deficitari. *Rebus sic stantibus* si tratta di decidere oltre quali limiti le eccedenze e i disavanzi sono « eccessivi ». Ciò dà inevitabilmente adito a valutazioni soggettive che, nell'assenza di una superiore autorità arbitrale, lascia una zona di indeterminatezza piuttosto ampia.

Problemi più specifici sorgono nei rispetti dell'obbligo di astenersi da interventi che danno luogo a un vantaggio commerciale « pregiudizievole ». Un primo problema verte sull'interpretazione del testo. Il principio A stabilisce l'obbligo dei paesi di *non manipolare* il cambio *al fine* di ottenere quel vantaggio concorrenziale. Appaiono quindi necessari un atto intenzionale (manipolazione) e la finalità specifica in discussione. In altri termini, l'esistenza di un cambio « sottovalutante » è condizione necessaria ma non sufficiente per riscontrare una deviazione da detto principio; e, in assenza di una interpretazione diversa, restano così esclusi quei casi in cui un tasso di cambio ha un effetto equivalente a quello suddetto senza però che risulti da « manipolazioni » aventi quella finalità. Casi del genere potrebbero verificarsi, per esempio, nelle circostanze in cui ci fosse un continuo deflusso di capitali dovuto a differenze nei tassi d'interesse persistenti nel tempo, e il paese interpretasse l'obbligo dell'intervento nel senso che esso è osservato col seguire una politica di interventi del tipo enunciato da Simon. In questi casi l'interpretazione del Principio B darebbe risultati che *di fatto* sono in conflitto con l'intento del Principio A. E' difficile fare congetture sul come tale conflitto potrebbe essere risolto.

23. Anche nel caso di tassi di cambio che impediscono un « effective adjustment » della bilancia dei pagamenti, i requisiti dell'intenzionalità della « manovra » e della sua finalità limitano i casi di deviazione dal Principio A. Così, resterebbero esclusi i casi di quei paesi che sono normalmente in deficit in conseguenza del perseguimento di politiche di sviluppo economico. Un caso meno usuale

è quello discusso nel paragrafo 16. Attualmente esso si riscontra in quei paesi industrializzati dove non si è ancora riusciti a generare entrate di valuta sufficienti a compensare l'aumento del costo dei prodotti petroliferi importati. Come si è detto, la persistenza del deficit si ricollega a una politica di interventi consona con l'obiettivo di evitare redistribuzioni di redditi all'interno, non avente, cioè, la finalità di impedire l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti. Mentre questa politica sembrerebbe protetta dalla condizione che il Fondo « shall respect the domestic social and political policies of the members », resta il fatto che c'è un impedimento a un « effective adjustment ». Si riscontra anche qui un conflitto interno tra due intenti dell'Articolo IV e delle norme per la sua applicazione. Conflitti del genere non sono nuovi nell'ambito del Fondo: quando si sono verificati in passato³⁸ essi non sempre sono stati risolti in modo chiaro e definitivo. Con questi precedenti, e dati gli interessi contrastanti che entrano in gioco, è da attendersi che si abbiano « zone di indeterminatezza » che tendono a ridurre l'efficacia della sorveglianza.

D. IMPEDIMENTI PRATICI A UNA SORVEGLIANZA EFFICACE

(a) *La non concomitanza con gli eventi.*

24. Anche gli aspetti procedurali contribuiscono, in generale, a menomare l'efficacia della sorveglianza. Secondo le procedure stabilite la verifica normale dell'osservanza dei principi discussi nei paragrafi precedenti verrà fatta periodicamente durante le consultazioni tradizionali (finora secondo gli Articoli VIII e XIV) che d'ora in avanti saranno anche consultazioni secondo l'Articolo IV. Le consultazioni di norma avvengono a distanza di un anno; ma a volte il periodo è più lungo. Si tratta quindi di esami *in larga parte retrospettivi*, salvo i casi di cui una fenomenologia inizia qualche mese prima perdurasse all'epoca delle consultazioni. Un caso verosimile di questo tipo sarebbe quello di un paese che seguisse intenzionalmente una politica di sottovalutazione della moneta per fini concorrenziali: al fine di una promozione efficace delle esportazioni un cambio « sot-

³⁸ Cf. *The International Monetary Fund 1945-1965, op. cit.*, Vol. I, pp. 403-406, e Vol. II, pp. 548-49.

tovalutante » deve persistere per periodi piuttosto lunghi. Nel caso generale, però, c'è da attendersi una *non concomitanza* tra il perseguimento di certe politiche da parte di un paese durante il corso di un anno e la sorveglianza sulle medesime da parte del Fondo. Ciò ha particolare rilevanza per quanto riguarda l'obbligo di effettuare interventi di mercato per neutralizzare le cosiddette « disorderly conditions ». Influssi e deflussi di capitale a breve termine raramente continuano per mesi e mesi; e pertanto il rapporto al Consiglio d'amministrazione sugli svolgimenti retrospettivi non può andare più in là della constatazione del fatto avvenuto in passato. Queste constatazioni retrospettive di eventuale non osservanza di uno o dell'altro principio possono dar luogo ad espressioni di rammarico e possibilmente a raccomandazioni per il futuro. Ma solo l'esperienza dimostrerà l'efficacia di simili risoluzioni.

(b) *La necessità di usare notevole cautela.*

25. A nostro avviso, le procedure normali costituiranno il grosso dell'esercizio della sorveglianza da parte del Fondo. E' prevista però una procedura di carattere eccezionale. E' data facoltà al Direttore generale di prendere contatti, in via non ufficiale e riservata, con un paese membro qualora esista il dubbio che la politica valutaria di quest'ultimo sia in deroga ai « principi ». Qualora venga fatto uso di questa facoltà, incombe al Direttore generale l'obbligo di raggiungere una decisione in un senso o nell'altro entro un breve periodo di tempo; e se il dubbio non fosse dissipato, si dovranno iniziare discussioni col paese in via riservata. Qualora l'esame confermasse una non osservanza dei « principi » si dovrà farne un rapporto formale al Consiglio d'amministrazione. Se invece il Direttore generale concludesse che non c'è deviazione dai « principi », esso deve soltanto informare gli Amministratori del risultato delle discussioni. Data la natura estremamente delicata del tasso di cambio quale veicolo di speculazione, non sorprende che la procedura sia circondata da cautele non solo per quanto riguarda la riservatezza, ma specialmente per quanto riguarda le circostanze che potrebbero metterla in moto. L'elenco esemplificativo e non tassativo di queste circostanze rivela le seguenti caratteristiche:

(a) il verificarsi di una delle circostanze può dare inizio alla procedura in parola, ma non c'è automatismo;

(b) ciascuna delle circostanze è descritta con aggettivi che, oltre a denotare la natura eccezionale del fenomeno, permettono interpretazioni elastiche. Si parla, ad esempio, di interventi di mercato *prolungati* e su *larga scala*; di indebitamento *non sostenibile*; di incoraggiamenti *anormali* a movimenti di capitale, e così via;

(c) non tutte le misure che danno luogo alle circostanze di fatto prese come sintomi vengono considerate: lo sono soltanto quelle « for balance of payments purposes ». In pratica, la distinzione è tutt'altro che chiara; in ogni caso, restano escluse le politiche che conducono ad indebitamenti sia pure « eccessivi » ma contratti a fini di sviluppo economico, e le politiche di bassi tassi d'interesse fatte a fini di promozione di attività interne.

26. Mentre questa procedura elimina in larga misura il difetto di non concomitanza, la cautela che la circonda, per le ragioni anzidette, e la necessità di evitare indiscrezioni, sia pure involontarie, lasciano pensare che essa verrà usata con estrema prudenza e quindi raramente. A corroborare questa conclusione valgono altre considerazioni di carattere sostanziale. In primo luogo, uno degli indicatori menzionati nelle procedure che potrebbero far decidere di dar inizio a consultazioni straordinarie è una « behavior of the exchange rate that appears to be unrelated to underlying economic and financial conditions affecting competitiveness and long term capital movements ». Va osservato, al riguardo, che il Rapporto annuale per il 176 della BRI ha analizzato a fondo l'esperienza dei cambi fluttuanti di sette paesi industrializzati nel periodo 1973-75, correlando i movimenti dei medesimi con quelli di prezzi, costi, e tassi d'interesse relativi. In breve, le conclusioni sono state che il comportamento dei tassi di cambio ha corrisposto solo in misura approssimativa a quello che ci si potrebbe attendere *a priori* come conseguenza dei movimenti relativi delle quantità economiche ora citate (che riteniamo costituiscano le « underlying economic and financial conditions »). Ciò induce a pensare che il Fondo userà particolare cautela prima di attribuire un sicuro valore sintomatico alle « condizioni sottostanti ». La cautela è essenziale specialmente nel periodo iniziale: qualora in una percentuale apprezzabile di consultazioni straordinarie risultasse che i dubbi erano infondati, la procedura verrebbe screditata, o si creerebbero forti inibizioni a usarla in futuro.

In secondo luogo, un certo numero di indicatori vanno soppesati facendo riferimento al paese in discussione. Come si è detto, la norma è rappresentata da « cambi di squilibrio » (riferiti alle partite correnti), il che significa che nel caso di paesi in sviluppo c'è un processo di indebitamento più o meno continuo. L'esperienza di tali paesi mostra come sia praticamente impossibile stabilire non solo un criterio unico *a priori* per decidere se un livello di indebitamento è « unsustainable », ma anche un limite per ciascun paese. Infine si deve ricordare il problema del ritardo con cui si ottengono i dati sulla natura e l'ammontare dei debiti contratti.

E. ASSENZA DI SANZIONI SPECIFICHE

27. Su un altro aspetto occorre fermarsi: sull'assenza di sanzioni specifiche per il caso in cui un paese persista nella non osservanza dei « principi ». La questione venne sollevata al Senato statunitense nelle udienze per l'approvazione dell'Emendamento. La risposta data dal Sottosegretario Edwin H. Yeo III fu che il Fondo può: (a) ammonire il paese che è in conflitto con i « principi »; (b) negargli l'uso delle risorse del Fondo; (c) raccomandare l'espulsione dal Fondo.³⁹ Le due ultime sono sanzioni attualmente previste (Articolo XV) per il caso di inadempienza alle *varie* obbligazioni stabilite dallo statuto; e quindi non sono nè nuove nè specifiche per il caso di deviazione dai « principi ». Inoltre, per quanto si dirà nei paragrafi che seguono, è poco verosimile che se ne faccia uso per i casi in parola. Comunque, la sanzione (b) sarebbe inefficace nel caso di paesi che mantenessero cambi che sottovalutano la moneta per vantaggi commerciali, poiché essi sono normalmente in eccedenza e quindi non hanno bisogno delle risorse del Fondo.

28. Lo scetticismo circa l'applicazione di sanzioni *generali* ai casi in discussione deriva dall'esperienza del Fondo con altre procedure. La più recente è rappresentata dalle « Guidelines » per i cambi fluttuanti introdotte dal Consiglio d'amministrazione del Fondo il 13 giugno 1974.⁴⁰ Esse contengono elementi più normativi dei « principi » in discussione, in quanto la loro osservanza è giudicata in base

³⁹ Cf. *Hearings, etc., op. cit.*, p. 135.

⁴⁰ Il testo è riprodotto in International Monetary Fund, *Annual Report 1974*, Appendix II, J, pp. 112-116.

allo scostamento dei cambi da una « norma » di medio termine. Osservando ora l'esperienza degli ultimi tre anni alla luce di questa e di altre caratteristiche delle « Guidelines », si può notare che, si sono avuti alcuni casi in cui, a giudicare da sviluppi concomitanti o susseguenti, i tassi di cambio sopravvalutavano o sottovalutavano le monete rispettive⁴¹ senza che si siano messe in moto le procedure previste, e tanto meno si siano applicate sanzioni. La seconda esperienza si riferisce alle disposizioni dello statuto originario circa le « monete scarse » (Articolo VII), cioè monete in forte domanda al livello corrente del cambio. L'Articolo VII prevede procedure e sanzioni specifiche; ma esso non è stato mai applicato per risolvere i problemi di « scarsità » nel senso suddetto, nemmeno quando, nel primo decennio delle operazioni del Fondo, il dollaro statunitense era generalmente ritenuto una moneta scarsa.

La terza esperienza consiste nell'amministrazione del regime di parità monetarie che, secondo lo statuto originario, era uno dei punti cardinali del sistema. Come è noto, numerosi furono i casi di abbandono di parità e di adozione di cambi nominalmente o di fatto fluttuanti.⁴² A queste infrazioni sarebbero state applicabili le sanzioni menzionate nel paragrafo 27, ma il Fondo ha mostrato un ampio grado di tolleranza. Soltanto nei casi in cui l'adozione di un regime di cambi fluttuanti faceva parte integrante di uno « stand-by arrangement », l'amministrazione di tale regime è stata spesso sottoposta a regolamentazioni che comportavano, in casi di non osservanza, sanzioni specifiche (consistenti normalmente nella sospensione dell'uso delle risorse del Fondo, ma solo nell'ambito dell'« arrangement »). La quarta esperienza riguarda l'applicazione di principi e procedure enunciati nel cosiddetto « Memorandum » del 1947 riguardante i cambi multipli. Anche in questo caso l'atteggiamento del Fondo, per lo meno all'inizio, è stato di considerare le deviazioni dalla « norma » del cambio unico come infrazioni gravi dell'Accordo,

⁴¹ Le ampie oscillazioni del franco francese nel periodo 1974-76 fanno supporre che in certi periodi ci siano state sopravvalutazioni e sottovalutazioni notevoli. Si possono aggiungere i casi della lira italiana, che durante il secondo semestre del 1975 fu mantenuta a un livello poi rivelatosi insostenibile; dello yen giapponese che, nonostante alti e bassi, durante tutto il 1976 rimase entro una banda che produsse un'eccedenza nella bilancia commerciale di circa \$10 miliardi; del marco tedesco che ha resistito a pressioni di rivalutazione per un periodo forse più lungo. Si noti che nel caso dello yen e del marco le esortazioni a permettere che il cambio trovasse livelli meno « sottovalutanti » provennero dagli Stati Uniti e da altri paesi.

⁴² V. *International Monetary Fund 1945-1965, op. cit., passim.*

probabilmente come conseguenza della condanna di tali pratiche durante il periodo prebellico quando esse erano associate con le politiche espansioniste tedesche. Si tratta qui di un'esperienza lunga e complessa sulla quale sarebbe azzardato emettere un giudizio generale senza numerose qualificazioni. Appare lecito tuttavia dire che anche in questo caso il Fondo ha mostrato una buona dose di tolleranza, particolarmente in quelle circostanze in cui l'applicazione o la modifica di cambi multipli richiedeva un'approvazione preventiva. Quando sanzioni sono state applicate — il che non è avvenuto di frequente — esse sono a volte consistite in condanne esplicite, ma spesso non sono andate più in là di un rifiuto tacito di approvazione.⁴³

III. Conclusioni

29. I risultati del nostro esame possono essere così riassunti:

(a) L'abbandono da parte degli Stati Uniti — seguiti da altri paesi — del regime delle parità monetarie nel 1971 ha posto in drammatica evidenza la necessità di una diversa amministrazione di quel regime che fino a qualche settimana prima aveva ricevuto autorevoli riaffermazioni di fiducia. La razionalizzazione ex-post dell'accaduto e una certa tendenza a porre il problema in termini di una dicotomia cambi fissi-cambi fluttuanti hanno generato inizialmente una polarizzazione nello stesso senso che, oltre ad essere molto remota dalla realtà, si è presto rivelata inadeguata a servire gli interessi di paesi e gruppi di paesi. Dopo quattro anni di discussioni con la più ampia partecipazione e di redazione collettiva degli accordi, la composizione dei diversi interessi è stata trovata nel lasciare a ciascun paese completa libertà di scegliere il proprio sistema valutario.

(b) E' rimasta al Fondo la funzione, che già aveva, di supervisione dei vari sistemi per assicurare che la loro gestione non si scosti

⁴³ Il testo del « Memorandum » del 1947 è riprodotto nell'opuscolo *Selected Decisions of the International Monetary Fund*, Eighth Issue, Washington, D.C., May 10, 1976, pp. 145-154. Un'ampia discussione sulla politica del Fondo nei riguardi dei cambi multipli ebbe luogo nel Consiglio d'Amministrazione nel 1957 (Cf. *International Monetary Fund 1945-1965, op. cit.*, volume I, pp. 435-438). La decisione finale per quanto riguarda le sanzioni fu di lasciare in sospeso l'approvazione di richieste di introduzione di sistemi di cambi multipli considerati « complessi ». Durante il periodo di sospensione il Direttore generale avrebbe preso contatti con il paese interessato al fine di dissuaderlo dall'applicazione di un tale sistema.

da certi principi di condotta stabiliti dall'accordo e dalle successive regolamentazioni.

(c) Le caratteristiche del processo di formazione dell'accordo sembra abbiano influenzato la definizione degli obblighi di carattere *generale* che incombono sui paesi membri. Gli obblighi sono formulati in termini troppo vaghi per permettere un'identificazione di condotte conformi o devianti dagli obblighi stessi. Pertanto una sorveglianza efficace è *in pratica* impossibile — il che sembra implicitamente confermato dal fatto che quegli obblighi non vengono ripresi nei « principi di guida ».

(d) L'oggetto della sorveglianza è una rete complessa e varia di sistemi nazionali, molti dei quali, quando si tenga conto del loro funzionamento effettivo, sono di difficile caratterizzazione. Certi cambi nominalmente fissi, con ancoraggi ad altre monete, si comportano in modo molto simile a certi cambi nominalmente fluttuanti, esibendo variazioni distinte, a intervalli di tempo. Altri sistemi sono varianti dell'uno o dell'altro dei due tipi suddetti, a volte combinati con cambi multipli.

(e) Quale che sia il sistema, le politiche che *di norma* vengono seguite dai vari paesi mirano, a seconda dei casi, a creare eccedenze o disavanzi nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti per permettere deflussi o afflussi di capitale a lungo termine o per altre ragioni. Il dover sorvegliare cambi « di equilibrio » nel senso di cui sopra, e le complessità menzionate nel punto (d), rendono difficile e laborioso il compito del Fondo, richiedendo, tra l'altro, la formulazione di giudizi, inevitabilmente arbitrari, circa i limiti oltre i quali in un *determinato momento o periodo* gli squilibri sono ritenuti eccessivi.

(f) I « principi » pubblicati al fine di offrire una guida ai paesi e per l'esercizio della sorveglianza enunciano obblighi definiti con termini meno imprecisi di quelli usati per gli obblighi generali, ma che tuttavia danno adito a interpretazioni entro campi piuttosto ampi.

(g) L'assenza di indicatori obiettivi per identificare le « orderly » o « disorderly conditions » del mercato o altre caratteristiche definite in modo simile; il requisito di intenzionalità per le politiche che danno luogo a una « concorrenza pregiudizievole » o impediscono

aggiustamenti necessari della bilancia dei pagamenti; e la possibilità che in certe circostanze speciali due « principi » siano in conflitto — sono fattori che concorrono a rendere difficile il compito del Fondo per la determinazione di deviazioni dai « principi ».

(b) I predetti motivi e il fatto che in materia di « interpretazioni » non è stata conferita al Fondo un'autorità superiore a quella dei singoli paesi costituiscono per se stessi ostacoli notevoli a una sorveglianza efficace. Le norme procedurali contribuiscono allo stesso risultato. La procedura da ritenersi normale tende a far identificare solo *retrospettivamente* eventuali deviazioni dai « principi » spesso non più in atto, e quindi mal si presta ad azioni da parte del Fondo miranti a correttivi. D'altra parte una procedura straordinaria, specificamente prevista, che permette una sorveglianza *concomitante* è necessariamente circondata da notevoli cautele dovute alla natura delicata del tasso di cambio, ai pericoli di indiscrezioni, e a volte alle difficoltà di ottenere tempestivamente informazioni precise su movimenti di capitale e sulla loro natura. E' quindi da attendersi che questa procedura sarà usata raramente.

(i) In definitiva, la sorveglianza del Fondo sui vari regimi valutari non sarà così stretta (« firm ») come il testo dell'Articolo IV e dichiarazioni autorevoli nello stesso senso potrebbero far pensare. Una sorveglianza *nel senso di interventi specifici e tempestivi* da parte del Fondo per indurre un paese a cambiare la propria politica sarà probabilmente esercitata soltanto in casi di flagrante deviazione dai « principi ». Rafforzano questa conclusione: l'assenza di una formale procedura di ricorso da parte di paesi che si sentissero danneggiati da politiche di altri membri; l'esperienza recente del Fondo con le « Guidelines » del 1974 per i cambi fluttuanti; l'esperienza passata su materie simili sotto l'esplicita giurisdizione del Fondo. Una sorveglianza *nel senso di esami periodici a posteriori* sarà senza dubbio esercitata regolarmente; e come è avvenuto finora nei riguardi di restrizioni valutarie, darà luogo a utili dialoghi, valutazioni, esortazioni, pressioni. Non essendo previste sanzioni specifiche, l'efficacia di questo tipo di sorveglianza dipenderà non solo dall'impegno del Fondo, ma soprattutto dalla collaborazione dei paesi membri e dalla ricettività del paese esaminato alle opinioni della collettività.

UGO SACCHETTI