

Il ritorno alla convertibilità :

1926-1931 e 1958-?

« Lo studio della storia, pur non conferendo doti profetiche, può indicare linee di probabilità ».

Il Breve Regno di Pipino IV

di JOHN STEINBECK

Introduzione.

La « corsa alla convertibilità », prevista originariamente per il 1953, prese finalmente forma concreta — improvvisamente quanto tardivamente — durante la settimana di Natale del 1958. Pochi giorni dopo i sei paesi della Comunità Economica Europea muovevano il primo passo sulla lunga strada diretta verso la completa integrazione delle loro economie.

Questi due avvenimenti erano reciprocamente collegati: in effetti, la decisione britannica di attuare la convertibilità era stata affrettata onde farla coincidere con la riforma valutaria francese destinata, a sua volta, a consentire alla Francia di adempiere gli impegni di liberalizzazione assunti in forza del Trattato della Comunità Economica Europea. Altri dieci paesi seguirono ben presto l'esempio portando così all'applicazione dell'Accordo Monetario Europeo, approvato nel 1955, e alla liquidazione dell'Unione Europea dei Pagamenti, creata nel 1950.

Tale valanga di convergenti decisioni nazionali riscosse ampio plauso come una nuova ed imponente dimostrazione della continuità della cooperazione europea nel campo monetario ed economico. Sfortunatamente essa poteva anche essere interpretata in parte come una conseguenza accidentale della stasi raggiunta, dieci giorni prima, nelle trattative da lungo tempo in corso per un Trattato di Zona di Libero Scambio fra i 17 paesi dell'O.E.C.E. Durante le difficili trattative dei mesi precedenti, vaghe minacce di rappre-

saglie erano state mosse contro i Sei da alcuni degli altri paesi nel caso che non fosse stato raggiunto un certo accordo entro la fatale data del 1° gennaio 1959. Lo scioglimento dell'U.E.P. avrebbe potuto essere un necessario preludio ad azioni nazionali indipendenti nel campo monetario, anche se in tal caso i paesi membri sarebbero rimasti tuttora legati — ma molto meno strettamente — dall'impegno preso nel 1955 di far coincidere la liquidazione dell'Unione con la simultanea entrata in vigore dell'Accordo Monetario Europeo.

Questo allentamento dei vincoli di cooperazione fra i paesi europei è tanto più inquietante se considerato sullo sfondo del precedente ritorno alla convertibilità dopo la prima guerra mondiale. Il nuovo sistema a cambio aureo (*gold exchange standard*) funzionò piuttosto irregolarmente dal 1925 al 1930 e finì poi con l'essere spazzato via nel 1931 dalle prime ondate della depressione mondiale. Più tardi la colpa del suo crollo fu attribuita alla natura incompleta della cosiddetta « restaurazione » tentata dopo il 1920. Dell'edificio d'anteguerra solo la facciata — si disse — era stata ricostruita e ridipinta; ma le sue fondamenta già scosse ed i muri interni fatiscenti non avevano ricevuto altro che riparazioni sommarie (1).

Tali critiche contenevano una gran dose di verità, ma non andavano abbastanza a fondo e, inoltre, indirizzavano verso una conclusione errata. Le parole « restaurazione » e « ricostruzione » suggeriscono solo un ritorno a vecchie forme istituzionali rispolverate, senza alcuna considerazione dei mutamenti occorsi nell'ambiente economico e politico in cui debbono operare. Al contrario, il sistema monetario del XIX secolo era stato un meccanismo molto flessibile e malleabile la cui versione del 1913 aveva scarsa rassomiglianza con il modello 1816. Per adeguarlo alle esigenze e alle condizioni del mondo del dopoguerra, sarebbero stati necessari una ulteriore evoluzione e altri adattamenti, anziché un semplice ritorno al passato.

Ciò che era vero allora, lo è ancor più oggi. I grandi sommovimenti portati nel pensiero, nelle istituzioni e nelle politiche economiche da due guerre mondiali e dalla grande depressione, hanno modificato radicalmente le condizioni in base alle quali la convertibilità internazionale può oggi essere definita con piena aderenza di significato e resa realisticamente operante. Le implicazioni nega-

(1) Cfr. in particolare, W. A. BROWN JR., *The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934*, New York, 1940.

tive di questa affermazione son ben percepite dagli elaboratori di programmi del 1958, così come le avvertivano i loro predecessori del 1920 e oltre. Le riserve e le qualifiche che accompagnano le decisioni concernenti la nuova convertibilità (2) indicano chiaramente che nessun paese è pronto a subordinare totalmente e unilateralmente i propri obiettivi e le proprie tecniche di politica interna al mantenimento dell'equilibrio internazionale, ed a rinunciare al ricorso ad adeguamenti dei cambi e a controlli valutari e commerciali come strumenti alternativi per difendere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Quel che è assai meno chiaro è il contenuto positivo di questa « convertibilità alla 1959 » e le misure concrete che possono salvarla da un altro collasso « alla 1931 » qualora il clima economico internazionale dovesse mutare ancora una volta da buono a discreto e da discreto a cattivo.

Due questioni strettamente legate mi sembra rivestano oggi carattere di particolare urgenza. La prima riguarda la conservazione — o il ripristino — di un livello di riserve e di liquidità internazionali adeguato ad un'economia mondiale in espansione. L'argomento è stato trattato costruttivamente durante la riunione dell'Assemblea del Fondo Monetario Internazionale a Nuova Delhi. Esso porta però immediatamente ad un secondo argomento, di più vasta portata, in merito al quale l'Assemblea suddetta ha mantenuto un silenzio paradossale, quanto pieno di tatto: e cioè la vulnerabilità di un sistema monetario mondiale il cui funzionamento diventi sempre più dipendente da una o poche valute *nazionali*, quali componenti principali delle riserve monetarie *internazionali* (3).

I medesimi due problemi avevano già causato diffuse preoccupazioni negli anni a cavallo del 1930. La Delegazione per l'oro del Comitato Finanziario della Lega delle Nazioni discusse per quasi tre anni i provvedimenti necessari ad economizzare le scarse

(2) Ovviamente la nuova convertibilità non potrà, come non lo poté dopo la prima guerra mondiale, reintrodurre nella circolazione monetaria nazionale dei paesi « convertibili » monete auree accettabili da parte di tutti. Ancor più di allora essa dipenderà in larghissima parte da disponibilità in valute estere per integrare le insufficienti riserve auree mondiali. Essa si applicherà ai non-residenti, ma non necessariamente ai residenti, e alle operazioni riguardanti le partite correnti, ma non necessariamente ai movimenti di capitali.

(3) Tale silenzio fa cadere qualsiasi speranza avessi potuto nutrire di aver stimolato l'interesse del Fondo a questi problemi con le esortazioni contenute nel mio *Europe and the Money Muddle (L'Europa e la confusione monetaria)*, University Yale Press, giugno 1957, pp. 295-301.

disponibilità di oro e ad ovviare i difetti più evidenti del sistema a cambio aureo (4). Anche economisti accademici furono colpiti dall'importanza di questi problemi e, pur trovandosi discordi come sempre su dettagli tecnici e sui rimedi proposti, si mostrarono sorprendentemente unanimi nel criticare il sistema a cambio aureo. La saggezza di tali critiche venne, una volta tanto, prontamente confermata dal crollo della sterlina nel settembre 1931, dalla totale liquidazione del sistema a cambio aureo e dal successivo aggravarsi della crisi mondiale a causa del susseguirsi a spirale di svalutazioni e restrizioni commerciali e valutarie. Considerata questa triste esperienza, è davvero incomprensibile la compiacenza con la quale stiamo ora tornando allo stesso disorganizzato sistema a cambio aureo, su basi ancor più malferme di quelle del 1920-30. Un tal pericolo, forse, aveva in mente il direttore generale del Fondo Monetario Internazionale, Per Jacobson, quando citò più volte, nel corso dei suoi recenti discorsi, la frase di Santayana: « coloro che non ricordano il passato saranno condannati a ripercorrerlo ».

Il presente articolo considererà soprattutto queste principali minacce che insidiano il successo del nuovo esperimento di convertibilità. Sulla scorta di tale esame, un secondo articolo cercherà poi di definire alcune delle riforme che potrebbero contribuire a rendere gli attuali congegni di convertibilità meglio rispondenti alle esigenze e alle possibilità del mondo d'oggi.

I. Convertibilità: quale e come?

La convertibilità di ieri.

Il significato originale della parola « convertibilità » è stato completamente dimenticato nelle discussioni degli ultimi dieci anni.

(4) Cfr. le seguenti pubblicazioni della Lega delle Nazioni:

- a) Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, 1930.
- b) Selected Documents submitted to the Gold Delegation of the Financial Committee, 1930.
- c) Second Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, 1931.
- d) Selected Documents on the Distribution of Gold submitted to the Gold Delegation of the Financial Committee, 1931.
- e) Dr. FELIKS MLYNARSKI, *The Functioning of the Gold Standard*, 1931.
- f) Report of the Gold Delegation of the Financial Committee, 1932.

In realtà esso era strettamente connesso a meccanismi istituzionali, monetari e bancari del tutto differenti da quelli odierni.

Ad eccezione di piccole quantità di moneta metallica sussidiaria, la moneta legale della maggioranza dei paesi era costituita principalmente da monete d'oro e d'argento che o venivano accettate alla pari — o quasi alla pari — dai residenti di paesi esteri, o potevano esser cambiate alla zecca contro qualsiasi altra valuta estera necessaria per i pagamenti internazionali (5). Il problema della convertibilità veniva aggirato, entro tale ambito, per mezzo dell'equivalenza materiale delle varie valute nazionali in termini del loro contenuto d'oro e argento. Il trapasso graduale dal bimetallismo al sistema aureo puro limitò progressivamente l'importanza dell'argento, ma fu accompagnato da un movimento parallelo di spostamento dall'argento all'oro come componente principale della circolazione monetaria in tutti i paesi a sistema aureo (6).

Lo sviluppo della moneta bancaria, sotto forma di banconote e depositi a vista, non creò da principio alcun problema specifico di convertibilità. Le banche erano unicamente soggette all'obbligo generale di far fronte ai loro debiti in moneta legale, cioè inizialmente con monete metalliche in oro e argento del paese in cui operavano. Se una singola banca mancava a quest'obbligo, era soggetta alle medesime sanzioni d'inadempienza che avrebbero potuto applicarsi a qualsiasi altra azienda o persona — sanzioni che lasciavano indenne la valuta nazionale.

Particolari norme di « convertibilità » dovettero tuttavia essere emanate per l'emissione di banconote quando queste venivano dichiarate « moneta legale » dallo Stato. In tal caso qualsiasi debitore poteva liberarsi legalmente dei suoi impegni pagando con le banconote; solo l'Istituto di emissione non poteva pretendere di godere dello stesso privilegio nei riguardi dei propri biglietti. Esso restava obbligato a riscattarli, o a « convertirli » a richiesta in monete d'oro (o d'argento) come prescritto dalla legislazione monetaria del paese.

Fintanto che la convertibilità restava in vigore in un paese a sistema aureo puro, essa assicurava la stabilità del cambio rispetto a tutti gli altri paesi a sistema aureo. Le difficoltà che potevano

(5) Si calcola che il rapporto fra le monete d'oro e d'argento e la circolazione monetaria complessiva, per il mondo intero, abbia oscillato approssimativamente tra il 70% e l'80% fra il 1885 e il 1913. Cfr. l'interessante volume di JACQUES E. MERTENS, *La Naissance et le Développement de l'Étalon-Or*, Presses Universitaires de France, Paris, 1944, Tablelle 49-53.

(6) Cfr. Tablelle citate alla precedente nota.

sorgere per il mantenimento della convertibilità non erano tuttavia necessariamente connesse a disavanzi della bilancia dei pagamenti. Esse potevano anche aver origine da un aumento della domanda di monete auree circolanti all'interno, come poteva accadere durante un periodo di improvviso sviluppo dell'attività economica interna, indipendentemente dalla situazione della bilancia dei pagamenti del paese.

Una moneta diveniva « inconvertibile » *de facto* o *de jure* quando l'Istituto di emissione cessava effettivamente di onorare il proprio impegno di conversione o ne era esonerato per legge. Ciò però non significava che i detentori di quella moneta perdessero la possibilità di convertirla in oro o in divise estere: generalmente, essi potevano continuare a far questo, ma per il tramite del mercato privato e ai tassi risultanti dal giuoco della domanda e dell'offerta. Il significato originale della parola « inconvertibilità » non aveva quindi niente a che vedere con la vera inconvertibilità, nel senso moderno della parola. Oggi si direbbe piuttosto « flessibilità del tasso di cambio ».

La convertibilità d'oggi.

Questo cambiamento radicale nell'uso della parola convertibilità è illustrato in maniera eloquente dalla proposta, ventilata così frequentemente nel corso di discussioni ufficiali e accademiche, di ripristinare la convertibilità sulla base di tassi di cambio variabili (flessibili), ossia sulla base di ciò che ancora nel 1920-30 era la vera essenza della « inconvertibilità ». La spiegazione di questo paradosso sta nel fatto che parecchi aspetti caratteristici del sistema di scambi e pagamenti internazionali del XIX secolo, più essenziali della stessa stabilità dei cambi, erano allora dati per incontrovertibili, mentre non possono più esserlo oggi.

Il primo di tali aspetti era la libertà accordata ai movimenti internazionali di capitali. Oggi la maggior parte degli autori, colpiti dal carattere perturbatore dei movimenti di « moneta scottante » dopo la prima guerra mondiale, considererebbero tale libertà non essenziale o addirittura indesiderabile. Tale opinione trovò sanzione ufficiale nell'Accordo per l'istituzione del Fondo Monetario Internazionale, che specificamente autorizza ad imporre restrizioni per i movimenti di capitali e a volte le rende addirittura condizione preli-

minare per consentire ad un paese l'accesso alle risorse del Fondo (7). La discussione che segue chiarirà alcune delle ragioni che mi inducono a dubitare della saggezza pratica di tale impostazione, e a considerare la libertà dei movimenti dei capitali come una delle caratteristiche essenziali di un sistema di convertibilità internazionale veramente funzionale.

Oggi la convertibilità viene generalmente identificata con l'eliminazione di tutte le restrizioni quantitative agli scambi e ai pagamenti riguardanti le partite correnti. Questo è troppo e troppo poco allo stesso tempo.

È poco perchè trascura le restrizioni tariffarie, che possono, se sufficientemente elevate, instabili o discriminatorie, dimostrarsi per gli scambi internazionali più dannose di moderati sistemi di restrizioni quantitative, stabili e non discriminatori. È troppo perchè non fa distinzione fra restrizioni quantitative ed il diffuso ricorso a sistemi bilaterali di scambi e pagamenti che in pratica possono accompagnare, ma non necessariamente, l'uso di controlli valutari e commerciali (8).

Una definizione della convertibilità nel suo pieno significato deve necessariamente abbracciare tutte le tecniche alternative mediante le quali possono in pratica esser raggiunti risultati simili. Essa deve quindi prendere in considerazione le tecniche restrittive, sia commerciali che valutarie, e le restrizioni tariffarie non meno di quelle quantitative. Spinta alle sue ultime conseguenze logiche, la definizione di convertibilità oggi più diffusa, cioè l'eliminazione di tutte le restrizioni quantitative sugli scambi e le valute, dovrebbe quindi portarci a confondere la convertibilità con l'ideale manchesteriano del libero scambio.

Raramente, tuttavia, gli obiettivi pratici di una determinata politica possono essere costretti entro rigide definizioni logiche. Se

(7) Vedi Art. VI, Sez. 1 e 3 in particolare.

(8) Ci si avvicina, ma solo approssimativamente, a tale distinzione con la linea tracciata generalmente fra convertibilità per i « residenti » e per i « non-residenti ». La convertibilità della sterlina per i non-residenti, per esempio, significa che i residenti nell'area sterlina possono restare soggetti a restrizioni di vario genere per le operazioni con l'estero, ma che i percettori di sterline fuori dell'area sterlina possono usarle liberamente per pagamenti — almeno per le partite correnti — non solo nell'area sterlina ma in tutto il mondo. Questo è in realtà un buon passo avanti verso l'eliminazione pratica di sistemi bilaterali di scambi e pagamenti, ma lascia ancora la porta aperta all'applicazione di severe restrizioni discriminatorie sugli scambi fra i residenti nell'area sterlina e i paesi che userebbero altrimenti i loro proventi in sterline in maniera tale da esporre il Regno Unito ad un serio drenaggio di riserve auree e di valuta forte. La minaccia d'applicare restrizioni discriminatorie del genere nei confronti dei residenti può essere usata per strappare a quei paesi concessioni o privilegi bilaterali.

vogliamo designare come « convertibilità » obbiettivi di politica economica internazionale suscettibili di concreta attuazione in un ambiente storico concreto, bisognerà definire la convertibilità in termini relativi anzichè assoluti. L'esperienza del diciannovesimo secolo suggerisce di definire la convertibilità come una struttura istituzionale che minimizza le forme più dannose di interferenza statale nei rapporti economici reciprocamente vantaggiosi fra paesi indipendenti. Ciò dovrebbe implicare un massimo grado di multilateralismo, di stabilità e di libertà nel sistema internazionale di scambi e pagamenti, ma non richiederebbe la piena ed incondizionata osservanza di nessuno dei tre suddetti postulati.

Il multilateralismo dovrebbe forse essere considerato il più importante ed anche il più facile da realizzare. Il suo opposto — il bilateralismo — caratterizzò il crollo della convertibilità nei primi anni del dopoguerra. La quasi eliminazione del bilateralismo dopo il 1950 fu essenzialmente il risultato dell'accordo U.E.P. e del codice di liberalizzazione dell'O.E.C.E. Eppure, entrambi gli accordi accettavano implicitamente un certo grado di discriminazione come un prezzo che valeva la pena di pagare per l'abolizione dei sistemi bilaterali e la graduale soppressione delle restrizioni quantitative negli scambi fra i paesi europei.

Per quanto la non-discriminazione debba essere considerata come uno dei pilastri della convertibilità del XIX secolo, in pratica essa non ebbe attuazione neanche allora come regola ferrea. La non-discriminazione trovò allora la sua espressione nella famosa clausola della « nazione più favorita », inserita nella maggior parte degli accordi tariffari e commerciali. Tale clausola, tuttavia, era soggetta a qualificazioni ed eccezioni. Così, erano tradizionalmente ammesse preferenze regionali (specialmente entro l'ambito dell'impero britannico) fra alcuni paesi legati da vincoli geografici, storici e politici. La non-discriminazione era anche temperata da criteri di reciprocità nel caso di paesi — gli Stati Uniti in particolare — che insistevano per una interpretazione *condizionata* della clausola suddetta. Inoltre, la clausola era, occorrendo, aggirata mediante definizioni ridicolmente sottili di nomenclatura tariffaria, intese a limitare i vantaggi di una nuova concessione a uno o a pochi paesi soltanto.

Ma queste eccezioni restavano eccezioni. La loro influenza quantitativa generale era moderata e non aprì mai la strada ad

importanti affermazioni del bilateralismo negli scambi e pagamenti internazionali. Finchè la situazione rimase tale, le restrizioni tariffarie e commerciali protessero i produttori nazionali contro la concorrenza estera soltanto entro i confini del loro paese. Il fatto che i produttori di tutti i paesi potessero entrare a parità di condizioni nei terzi mercati assicurò il libero giuoco delle forze concorrenziali fra gli esportatori di tutto il mondo e obbligò ogni paese a mantenere prezzi e costi concorrenziali sul piano internazionale onde conservare un livello di esportazioni sufficiente — insieme con altre entrate o spese nette in conto servizi e capitali — a finanziare i pagamenti all'estero per importazioni di merci.

Grande è quindi la tentazione di identificare la convertibilità con il multilateralismo e di considerarla perfettamente compatibile con l'uso non discriminatorio, o perlomeno non bilaterale, di tariffe o di altre restrizioni commerciali e valutarie. Un tal criterio potrebbe però portare a conclusioni assurde. Restrizioni non discriminatorie, ma abbastanza severe o instabili, potrebbero soffocare completamente gli scambi e avere risultati assai peggiori di modici livelli di restrizioni moderatamente discriminatorie. In realtà, per il raggiungimento degli obiettivi pratici della convertibilità, è necessario far posto a ragionevoli compromessi fra i tre criteri ideali del multilateralismo, della stabilità e della libertà nei rapporti economici internazionali.

Per ragioni che si renderanno presto evidenti, tali compromessi dovranno forse essere diversi per dimensioni da quelli che potevano realizzarsi nelle condizioni del diciannovesimo secolo. Le restrizioni tariffarie erano allora estremamente moderate, se giudicate alla luce dell'esperienza d'oggi, e quelle quantitative erano praticamente sconosciute. Inoltre i dazi tariffari subivano assai di rado modifiche e spesso venivano consolidati per lunghi periodi per mezzo di accordi commerciali. Essi venivano usati soprattutto a scopi fiscali o protettivi, quasi mai come strumento per riportare in equilibrio la bilancia dei pagamenti.

Poichè però nessun paese, convertibile o meno, può sottrarsi alla necessità di pareggiare l'insieme dei conti con il resto del mondo, il mantenimento della convertibilità dipendeva nel diciannovesimo secolo dall'applicazione di altre tecniche di aggiustamento, usate come alternative di restrizioni valutarie o commerciali e di variazioni dei cambi. Queste tecniche dell'ottocento, nella misura in cui

oggi non siano più funzionali od accettabili, devono essere sostituite da nuovi congegni, altrimenti sarebbe necessario adeguare i nostri obiettivi di convertibilità a criteri meno ambiziosi di quelli di ieri. L'esame di queste questioni di pratica programmazione sarà oggetto di un prossimo articolo in questa Rivista.

Che cosa rese operante la convertibilità prima del 1913?

Che cosa rese operante la convertibilità prima del 1913? Che cosa impedì che funzionasse nei quarantacinque anni che seguirono, eccezion fatta per la breve fiammata del periodo 1925-30?

Nel rispondere, le argomentazioni teoriche pongono l'accento sul meccanismo dei correttivi automatici della bilancia dei pagamenti. La teoria classica dava grande importanza ai flussi monetari ed alla loro influenza sui movimenti « correttivi » dei prezzi e sul ripristino di una struttura concorrenziale di prezzi e di costi. Le teorie moderne pongono in maggior risalto il meccanismo dei trasferimenti di reddito e i loro effetti sull'attività economica e l'occupazione, nonché su prezzi e costi. La loro analisi non ha indebolito, ma rafforzato le tesi classiche sull'efficacia e sulle tendenze equilibratrici degli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti; ma ha sollevato seri dubbi circa l'opportunità teorica e l'accettabilità pratica del meccanismo rilevato quando il suo peso cada principalmente sull'attività economica e sull'occupazione piuttosto che sul sistema dei prezzi. Così il fallimento della convertibilità dopo la prima guerra mondiale venne imputato alle crescenti rigidità inerenti ai prezzi, costi e salari; ai conseguenti effetti delle modificazioni apportate alla convertibilità sui livelli dell'attività economica e dell'occupazione; ed alle reazioni sociali e politiche che ne sarebbero derivate.

Quest'analisi è in sostanza esatta; ritengo però che non illustri in maniera sufficientemente esplicita alcuni dei fattori istituzionali che spiegano il successo della convertibilità nel diciannovesimo secolo.

Su uno di questi fattori si sono soffermati, con particolare attenzione, Taussig ed i suoi seguaci: e cioè sull'enorme campo d'azione assicurato dai movimenti di capitali al finanziamento degli squilibri delle partite correnti della bilancia dei pagamenti, favorendone così la perpetuazione anziché l'eliminazione. Squilibri

considerevoli, persistenti e spesso crescenti non mostrarono tendenze, o esigenze, correttive per diecine d'anni, o addirittura per tutto il secolo che separa le guerre napoleoniche dalla prima guerra mondiale. L'afflusso netto di capitali verso gli Stati Uniti si stima abbia, ad esempio, raggiunto in media 50 o più milioni di dollari all'anno durante il periodo dal 1850 al 1914, mentre il deflusso netto di capitali dal Regno Unito crebbe da circa 30 milioni di dollari all'anno nella prima metà del secolo a circa 250 milioni nella seconda metà, per raggiungere quasi 900 milioni negli anni (1906-13) che precedettero la prima guerra mondiale (9).

Questo non significava, naturalmente, che fosse eliminata ogni necessità di aggiustamenti *correttivi* e che movimenti di capitale privato avrebbero automaticamente fatto da cuscinetto a qualsiasi tendenza squilibratrice dei conti internazionali di un paese. Al contrario, la disponibilità di capitali cuscinetto così vasti dipendeva in gran parte dal fatto che si poteva prevedere che i disavanzi residui — sulle partite correnti e in conto capitale privato — avrebbero potuto esser corretti con relativa rapidità e facilità. Questo meccanismo, comunque, finché funzionò, rese più facile ai paesi in deficit di accettare e realizzare quegli aggiustamenti residui senza ricorrere a restrizioni commerciali o valutarie e, nella maggior parte dei casi, senza ricorrere a svalutazioni monetarie.

Il secondo fattore che spiega il successo della convertibilità nel diciannovesimo secolo sta nel fatto che l'insorgere di un *grave* squilibrio veniva *impedito ex ante* dalla struttura istituzionale monetaria e bancaria del tempo, anziché *corretto ex post* per mezzo di sostanziali aggiustamenti di prezzi e di redditi. Nonostante la maggiore elasticità di prezzi e di costi nel diciannovesimo secolo, dubito molto che una riduzione dei salari del 20% o del 30%, se richiesta per ristabilire l'equilibrio della bilancia dei pagamenti, sarebbe stata allora tollerata più di quanto lo sarebbe oggi. La realtà è che solo in rare occasioni la capacità del sistema di correggere gravi squilibri con aggiustamenti interni di prezzi e di redditi fu messa alla prova nei principali paesi occidentali che costituivano il nocciolo del

(9) Queste stime sono state tratte dal *Balance of Payments Statistical Supplement* pubblicato nel 1958 dal Department of Commerce (p. 10) e da *British Balance of Payments and Export of Capital, 1816-1913*, di ALBERT A. IMLAH, in « *Economic History Review* », 1952, pp. 208-239.

sistema stesso. Dovunque la prova fu tentata — come avvenne ripetutamente nella maggior parte dei paesi dell'America Latina — la correzione venne raggiunta con svalutazioni monetarie piuttosto che con gli adattamenti interni postulati dal sistema aureo.

Aumenti di prezzo e disavanzi della bilancia dei pagamenti sono forme alternative, e spesso complementari, di adattamento ad un eccesso *ex ante* delle spese rispetto alla produzione. Un tale divario può sorgere solo se viene finanziato; e il suo finanziamento, per un paese nel suo insieme, può derivare soltanto da due fonti: disinvestimenti esteri netti da parte dei settori non bancari dell'economia, o prestiti netti concessi dal sistema bancario nazionale (10).

Il primo di questi due metodi di finanziamento non coinvolge il sistema bancario e non crea quindi alcun problema di convertibilità. L'afflusso di fondi dall'estero — o il disinvestimento di fondi precedentemente accumulati all'estero — assicura, d'altra parte, non soltanto il finanziamento globale delle spese eccedenti, ma anche, in particolare, la divisa estera necessaria a finanziare l'eccesso di importazioni rispetto alle esportazioni. Aumenti moderati di prezzo sarebbero sufficienti a stimolare tali importazioni in eccedenza, le quali, a loro volta, servirebbero a frenare forti aumenti di prezzo. Già si è notata l'importantissima parte sostenuta da tali finanziamenti esterni negli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti nel diciannovesimo secolo.

Una singolare forma di disinvestimento estero netto era rappresentata dal finanziamento delle spese eccedenti mediante lo smobilizzo di monete auree — e inizialmente di monete d'argento — accettabili sui mercati internazionali. A differenza di quanto accade oggi, una notevole aliquota delle disponibilità monetarie del pubblico era allora costituita da monete metalliche del genere, anziché da ragioni fiduciarie di credito verso il sistema bancario. Il finanziamento delle spese eccedenti mediante simili detesoreggiamenti di

(10) L'Organizzazione per la Cooperazione Economica Europea pubblicherà prossimamente estese indagini sugli sviluppi monetari del dopoguerra nei diciassette paesi membri, nelle quali il tipo di analisi enunciato brevemente nel testo è spiegato diffusamente ed applicato a dati empirici. I lettori perplessi possono, nel frattempo, ricorrere alle mie considerazioni in *Europe and the Money Muddle*, pp. 49-53, e in *A Simplified Scheme for the Integration of Monetary and Income Analysis*, nel vol. IV, pp. 293-311, dei *Memoria del Quinto Congresso degli Esperti delle Banche Centrali del Continente Americano*, pubblicato dal Banco de la República, Bogotà (Colombia), 1957.

disponibilità liquide a circolazione internazionale forniva automaticamente anche la valuta estera necessaria a finanziare le importazioni eccedenti e a limitare l'eventuale aumento dei prezzi interni.

Problemi di convertibilità potevano sorgere soltanto se il finanziamento delle spese eccedenti fosse stato alimentato da un'espansione del credito bancario o da una contrazione nella disponibilità di biglietti e depositi esistenti nel paese interessato. Le difficoltà che avrebbero potuto essere causate da un simile finanziamento non erano tuttavia necessariamente legate a situazioni di disavanzo della bilancia dei pagamenti, nè coinvolgevano necessariamente il destino della moneta nazionale. Esse si sarebbero concentrate dapprima su singoli istituti bancari il cui ritmo di espansione creditizia fosse stato eccessivo in rapporto ad altri istituti, e ciò poteva verificarsi indipendentemente dalla bilancia dei pagamenti del paese nel suo insieme. La banca imprevidente avrebbe potuto trovarsi costretta a sospendere i pagamenti, ma ciò avrebbe colpito soltanto la liquidità dei suoi depositanti e non la moneta del paese in generale. Nella maggior parte dei casi, naturalmente, la Banca centrale usava intervenire in tempo per ovviare alle difficoltà, ma di nuovo non in misura tale da compromettere la propria liquidità e la solidità della moneta nazionale. Le altre operazioni di credito della Banca centrale, sia con clienti privati che con lo Stato, solevano essere anch'esse imperniate sulla conservazione della sua posizione di liquidità piuttosto che su obiettivi di portata nazionale come il mantenimento della piena occupazione, la stabilità dei prezzi o l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Le suddette tradizioni finanziarie crearono, ovunque venivano osservate, la più efficace barriera contro eccessi inflazionistici suscettibili di provocare forti squilibri di prezzi e di costi. Esse dipendevano, naturalmente, da principi prevalentemente liberistici degli ambienti dominanti finanziari, economici e politici di ogni paese. Deviazioni occasionali da questi canoni accettati di condotta avrebbero potuto essere imposte alle autorità da guerre interne o esterne, ma erano per lo più limitate a paesi sottosviluppati non legati da vincoli politici con l'Occidente. Al di fuori di casi del genere, le maggiori fluttuazioni nei prezzi e nell'attività economica erano più o meno parallele nei principali paesi mercantili e richiedevano soltanto riaggiustamenti moderati al fine di conservare la convertibilità monetaria.

Il crollo della convertibilità dopo la prima guerra mondiale.

Questa spontanea armonizzazione delle politiche finanziarie nei vari paesi è stata irrimediabilmente sconvolta da due guerre mondiali e soprattutto dalla grande crisi. E nuove concezioni e nuove tecniche nazionali sono emerse che subordinano, ogni qual volta si trovino in reciproco contrasto, la difesa della libertà degli scambi e della stabilità ad altri preminenti obiettivi. Le nuove tecniche implicano, nel campo commerciale e finanziario:

1) un largo uso del potere d'emissione da parte delle Banche centrali a sostegno degli stessi disavanzi dello Stato e, inoltre, l'espansione del credito delle altre banche ogni volta che tale espansione sia conforme agli obiettivi, o anche solo alle disposizioni vigenti, delle autorità monetarie nazionali;

2) la riluttanza a subordinare completamente la politica creditizia alla difesa o al ripristino di una struttura concorrenziale di prezzi e di costi, nonchè di un equilibrio globale con l'estero, ai prezzi e cambi correnti, compatibile con la disponibilità delle riserve d'oro e di divise estere;

3) un ricorso a svalutazioni della moneta, a restrizioni valutarie e commerciali, o perfino a sistemi generali di razionamento, o a combinazioni di dette misure ogni volta che un paese sia costretto dall'esaurimento (o quasi esaurimento) delle riserve monetarie a ridimensionare le spese all'estero sui ricavi dall'estero.

La conseguenza più generale di questa evoluzione per il sistema mondiale degli scambi e dei pagamenti è stato il crollo del sistema aureo verificatosi nei periodi del dopoguerra e fra le due guerre, ossia la generalizzazione dell'instabilità dei cambi e delle restrizioni valutarie e commerciali. Il crollo fu graduale e culminò nello sfrenato bilateralismo dei primi anni del dopoguerra. Gli svantaggi di un tale sistema per ciascun paese e per la stessa comunità internazionale divennero alla fine talmente ovvi da stimolare una concreta e paziente azione rivolta ad invertire la direzione degli sviluppi in corso e a ripristinare libertà e stabilità nei congegni esterni di scambio e di pagamento.

Rimandando l'esame delle tecniche che sotto questo riguardo si sono dimostrate più realizzabili ed efficaci, fermerò ora l'attenzione sull'influenza esercitata dalle suddette politiche sui movimenti di capitali e sulla funzione delle riserve monetarie.

II. La nuova funzione delle riserve monetarie.

I radicali cambiamenti verificatisi nei sistemi monetari e bancari nazionali ed internazionali hanno profondamente cambiato la funzione delle riserve monetarie e degli altri movimenti di capitale negli aggiustamenti della bilancia dei pagamenti.

Le discussioni odierne sul fabbisogno di riserve sottolineano principalmente il loro ruolo nel fronteggiare disavanzi della bilancia dei pagamenti; e, per un'approssimata anche se molto grossolana misura dell'adeguatezza delle riserve stesse, si basano sul rapporto fra le riserve complessive di un paese e le importazioni o vendite di divise annuali. Tale concetto sarebbe stato estraneo agli economisti del diciannovesimo secolo; e in realtà, nelle analisi accademiche o di politica economica, esso acquistò un posto importante solo al tempo della seconda guerra mondiale (11). Le disposizioni legislative riguardanti le riserve e le emissioni monetarie variavano sostanzialmente da paese a paese, ma non si richiamavano mai ai livelli delle importazioni o esportazioni. Esse si preoccupavano esclusivamente e direttamente di evitare eccessive emissioni di moneta, e a tal fine si affidavano o a *plafonds* globali per le emissioni stesse, o a limiti massimi per le emissioni fiduciarie (eccedenti cioè le riserve metalliche tenute come contropartita presso la Banca di emissione), oppure a rapporti minimi fra le riserve e le emissioni di biglietti o gli impegni a vista. Quest'ultimo criterio era quello che più si avvicinava all'esperienza pratica delle banche in materia di liquidità, e tendeva sempre più a improntare le disposizioni legislative e i canoni consuetudinari sull'adeguatezza delle riserve. Un rapporto di circa un terzo fra riserve liquide e impegni a vista divenne a poco a poco il livello minimo usuale per le Banche centrali e per le banche commerciali.

Superfluo aggiungere che ciò poteva portare ai più disparati rapporti fra riserve delle Banche centrali e livello delle importazioni. Per il 1913, ad esempio, questo rapporto può esser stimato a meno del 5% per la Banca d'Inghilterra, rispetto al 40% ed oltre per la

(11) Il suo esplicito riconoscimento fra gli svariati criteri di orientamento per l'azione di una Banca centrale avvenne nel 1944. Cfr. *Monetary and Banking Reform in Paraguay*, Board of the Governors of the Federal Reserve System, Washington, 1946, pp. 82-84, 136-37.

Banca di Francia (12). Una tale disparità non era senza importanza per la gestione monetaria, e critiche furono spesso rivolte alla frequenza con la quale la Banca d'Inghilterra doveva ricorrere a modifiche del tasso di sconto al fine di proteggere l'ammontare limitato delle sue riserve. La Banca, peraltro, era un'azienda privata, guidata da motivi di lucro non meno che da più generali finalità di pubblico servizio, e si mostrava quindi molto restia ad accumulare infruttifere riserve auree in misura superiore alle esigenze di liquidità valutate alla luce della sua esperienza passata. I movimenti di capitali privati erano considerati come il mezzo normale per far fronte a fluttuazioni nella bilancia dei pagamenti, e, ove necessario, potevano essere accelerati mediante operazioni di mercato aperto e variazioni del tasso di sconto. Dal punto di vista della Banca d'Inghilterra, la prova dell'efficacia di questo meccanismo stava nel fatto che qualsiasi sostanziale drenaggio di scorte auree potesse essere arrestato molto prima di compromettere la liquidità della Banca stessa.

I cambiamenti radicali recati alle istituzioni e alle politiche monetarie dalla prima guerra mondiale e dalla grande crisi, rivoluzionando la funzione delle riserve monetarie, hanno portato a punti di vista completamente diversi per ciò che riguarda criteri di calcolo ed adeguatezza del loro volume.

In primo luogo la scomparsa delle monete auree dalla circolazione monetaria attiva ha profondamente modificato il significato della liquidità della Banca centrale. Non c'è più bisogno di tener riserve per convertire depositi bancari e cartamoneta in valuta aurea legale per esigenze di circolazione interna. Prelievi dalle riserve si riconnettono ora esclusivamente a disavanzi della bilancia dei pagamenti. In un'economia chiusa la liquidità della Banca d'emissione sarebbe assicurata dalla semplice capacità di stampare banconote; eccessive emissioni di biglietti si rifletterebbero in pressioni inflazionistiche sui prezzi, ma non intaccherebbero la liquidità della Banca centrale.

(12) Solo in piccola parte tale sorprendente divario è dovuto alla differenza dei rapporti fra riserva aurea e passivo delle due Banche (circa il 35% per la Banca d'Inghilterra il 50% per la Banca di Francia). Per la massima parte esso va attribuito all'importanza di gran lunga maggiore assunta in Inghilterra dai depositi presso le banche private nella massa totale di moneta; nonchè alla diversità dei rapporti, rispetto al reddito nazionale lordo, delle importazioni (rapporto molto più alto in Inghilterra) o della massa monetaria (rapporto più basso in Inghilterra).

In secondo luogo non si può più fare assegnamento su flussi internazionali di capitali privati come mezzo principale per fronteggiare squilibri delle partite correnti. Spesso, invero, timori di svalutazioni e di restrizioni valutarie tendono a stimolare trasferimenti di capitali privati da paesi in disavanzo a paesi in surplus e quindi ad aggravare, piuttosto che a mitigare, gli effetti di squilibri nelle partite correnti (13). Questi movimenti di « moneta calda » svolsero un ruolo di particolare importanza nel periodo fra le due guerre, e in molti casi continuano ancor oggi a eludere le reti dei controlli valutarî.

D'altra parte lo sviluppo senza precedenti di prestiti e gratuite assegnazioni « ufficiali » fornisce oggi cospicui capitali, che sostituiscono nelle funzioni equilibratrici i flussi di capitali privati dell'era del sistema aureo. Il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo, l'Unione Europea dei Pagamenti, il Fondo Europeo, il Piano di Colombo, e così via, furono creati specificamente per questo scopo. Francia e Inghilterra hanno anch'esse fortemente aumentato gli aiuti finanziari ai propri territori d'oltremare e alle aree monetarie associate. Il Piano Marshall ed altri programmi di aiuti americani misero in ombra, nei primi anni del dopoguerra, le correnti piuttosto modeste di investimenti privati all'estero e rappresentano ancora — anche se si escludono gli aiuti militari — circa la metà del totale delle esportazioni di capitale americano.

Prestiti e assegnazioni ufficiali non possono tuttavia essere considerati fonti normali e sicure di finanziamento per squilibri di breve periodo. Di solito essi richiedono lunghe e incerte trattative il cui successo può dipendere a volte da condizioni politiche o economiche inaccettabili per il paese che dovrebbe beneficiare delle concessioni. Nonostante le procedure più elastiche ed automatiche recentemente introdotte dal Fondo Monetario Internazionale — e dall'Unione Europea dei Pagamenti sino alla sua recente cessazione — i vari paesi devono tuttora considerare le loro riserve monetarie come la prima e più importante linea di difesa contro disavanzi temporanei delle loro bilance dei pagamenti.

(13) Le tensioni politiche internazionali sono un altro fattore d'instabilità che continuerebbe a paralizzare o distorcere i flussi di capitale anche se potesse ripristinarsi una completa fiducia nell'oculatazza degli indirizzi economici.

La funzione principale delle riserve monetarie non è più quella di assicurare la liquidità delle singole Banche centrali, ma di consentire il finanziamento di disavanzi di breve periodo nei conti con l'estero. I tipi di disavanzo che possono essere fronteggiati in tale maniera si dividono in due categorie. Prima categoria: disavanzi reversibili che riflettono fluttuazioni puramente temporanee negli introiti e nelle uscite per partite correnti e per movimenti di capitale. È ovvio che disavanzi del genere vengano « finanziati » anziché impediti o immediatamente corretti con misure di controllo. Aggiustamenti di fondo — ad esempio, con provvedimenti di deflazione o con svalutazioni — a fattori temporanei di squilibrio deporrebbero in realtà i germi di più gravi e più lunghi squilibri nell'economia del paese. È più probabile che, nei casi in questione, un'eventuale scarsità di riserve induca a ricorrere a restrizioni commerciali o valutarie che altrimenti sarebbe facile evitare.

Nella seconda categoria rientrano gli squilibri di fondo, che richiedono azioni correttive ma per i quali le misure più idonee di riparo agiscono con relativa lentezza e lasciano residui fabbisogni di finanziamento per disavanzi via via decrescenti.

In ambedue i casi un volume insufficiente di riserve costringerà il paese in disavanzo a ricorrere a misure di deflazione, di svalutazione o di restrizione, che altrimenti non sarebbero state necessarie.

III. Calcolo delle riserve e valutazione della loro adeguatezza.

Tali profondi cambiamenti nella funzione delle riserve monetarie comportano corrispondenti variazioni dei criteri di misura del loro livello e di valutazione della loro adeguatezza, senza che tali criteri possano essere codificati in una precisa formula valida in ogni tempo e per ogni paese. Se l'ambiente politico ed economico è instabile, le riserve debbono essere più alte di quanto sarebbe necessario in una situazione mondiale meno incerta. D'altra parte, i paesi sottosviluppati, per l'estrema variabilità dei ricavi d'esportazione e delle importazioni di capitali, abbisognano di riserve più consistenti che i paesi con economie più ricche e diversificate. E purtroppo anche l'onere dell'accumulo di riserve risulta più grave per i paesi sottosviluppati in ragione dei loro livelli di reddito e di risparmio e delle concorrenti necessità di finanziare le importazioni essenziali per lo sviluppo economico. Tutto sommato, è quindi

probabile che i paesi sottosviluppati assegnino un più basso grado di priorità che i paesi economicamente più evoluti ad un livello di riserve sufficiente ad evitare o limitare indesiderabili svalutazioni o restrizioni commerciali.

La valutazione del fabbisogno di riserve per ogni singolo paese in un determinato momento deve tener presenti questi e altri elementi. L'ordine di grandezza di futuri disavanzi da coprire con riserve potrebbe esser valutato, in prima approssimazione, sulla base dell'esperienza passata. Tale valutazione dovrebbe esser poi corretta, in più o in meno, alla luce di altri pertinenti elementi circa i probabili sviluppi economici interni ed internazionali (14).

Un'impostazione del genere non può essere adottata in un esame panoramico dei fabbisogni di liquidità mondiale, come è quello che affrontiamo in questa sede. Le disponibilità di dati e l'esigenza di semplicità di calcoli condizionano inevitabilmente la scelta dei criteri di valutazione applicabili a confronti inter-temporali e inter-nazionali di tale ampiezza. In fatto di « adeguatezza » di riserve i risultati che se ne ricavano sono certo troppo grezzi per individuare un preciso livello; si dimostreranno però più che sufficienti per indicare se le riserve attuali e future potranno facilitare, o ostacolare seriamente, il regolare funzionamento di un sistema di convertibilità internazionale.

Come avvio, sia pur grossolano, di una valutazione di ciò che può essere un livello di riserve adeguato sarà in seguito considerato il rapporto fra riserve lorde e importazioni annue. La principale ragione di tale scelta — debbo confessarlo — sta nel fatto che il recente studio del F.M.I., *International Reserves and Liquidity* (15), riporta questi rapporti già calcolati per undici anni dell'anteguerra e del dopoguerra, per tutte le zone del mondo e per più di sessanta singoli paesi. Secondo motivo: il rapporto in questione è stato particolarmente divulgato dalle discussioni avutesi nel dopoguerra sull'argomento, talchè le autorità monetarie di molti paesi

(14) Il rapporto tra le riserve e l'insieme della circolazione e degli altri impegni « liquidi » del sistema bancario può essere particolarmente importante nel caso, per esempio, che precedenti politiche anticongiunturali abbiano alzato a livelli anormali il rapporto tra tali impegni liquidi e il prodotto nazionale lordo. Il livello delle disponibilità liquide delle banche ordinarie e la minore o maggiore efficacia degli strumenti di controllo a disposizione delle autorità monetarie influenzano d'altra parte la rapidità con la quale, in caso di necessità, può essere realizzata un'azione correttiva.

(15) Washington, 1958.

sono portate a giudicare in base ad esso dell'adeguatezza delle riserve e ad agire in conseguenza (16).

Va infine notato che le stime delle riserve monetarie usate in questi calcoli danno una esagerata impressione di precisione e di comparabilità nel tempo e nello spazio. I metodi di rilevazione non sono invece uniformi per tutti i paesi, e, soprattutto, l'effettivo valore come «riserve» delle disponibilità in sterline ha variato notevolmente nel tempo. L'utilità e l'accettabilità delle sterline «trasferibili» e specialmente «bilaterali» si erano notevolmente ridotte nei primi anni del dopoguerra; era questo un inconveniente di poco conto per i paesi normalmente in deficit nei confronti del Regno Unito o dell'area della sterlina, ma di particolare importanza per i paesi i cui disavanzi bilaterali — principalmente verso i paesi dell'area del dollaro — non potevano essere regolati con l'uso di saldi in sterline.

Inoltre la ripartizione delle riserve nelle loro principali componenti (disponibilità in dollari, sterline, valute U.E.P. e B.R.I.) tentata dal Fondo può essere considerata solo una grossolana approssimazione, specie per quanto riguarda le riserve in sterline, le cifre delle quali sono disponibili solo da poco e limitatamente ai dati a fine 1945, 1951 e 1957 (v. «Economic Trends», Maggio 1958, p. viii). Le stime del Fondo considerano riserve ufficiali tutte le disponibilità in sterline, tranne quelle di pertinenza delle colonie del Regno Unito e dell'area del dollaro.

Per quanto importanti per una più rigorosa analisi del problema, tutte queste qualificazioni non compromettono il nostro tentativo di determinare, in via approssimativa, il livello di adeguatezza delle riserve. Comunque, esse saranno richiamate nei pochi casi in cui le nostre conclusioni, fondate su elementi indicativi solo di grossolani ordini di grandezza, possano esserne sensibilmente influenzate.

IV. La situazione delle riserve alla fine del 1957.

I livelli delle riserve a fine 1957 possono essere valutati anzitutto in base all'esperienza passata e, in secondo luogo, in relazione a

(16) Personalmente avrei preferito il rapporto tra riserve e introiti valutari (invece delle uscite) per le partite *correnti* (anziché solo per quelle commerciali), includendo però anche i trasferimenti unilaterali netti di privati, che hanno un'importante funzione equilibratrice per la bilancia dei pagamenti di diversi paesi. Non credo che gli argomenti pro e contro questa mia preferenza meritino l'attenzione del lettore. Si tratta infatti di questione di

quanto si sa o si suppone circa le stime che ciascun paese compie del proprio fabbisogno di riserve.

I dati globali per il periodo 1913-1957.

Le riserve mondiali di oro e valute estere a fine 1957 sono state calcolate dal Fondo Monetario pari al 49% circa delle importazioni dell'anno, contro il 42% del 1928 e il 21% del 1913. Limitatamente al solo oro tali cifre diventano, rispettivamente, 35%, 32% e 19% (17). Dette stime escludono però le monete d'oro in circolazione extra Banche centrali e tesorerie governative. Data l'importante funzione correttiva della bilancia dei pagamenti svolta dalle disponibilità private di oro sino alla prima guerra mondiale, tale esclusione non pare molto giustificata: quelle disponibilità infatti, pur sfuggendo al diretto controllo delle autorità monetarie, spesso rappresentarono un potente complemento delle riserve centrali in momenti di difficoltà (18). Se si include la circolazione aurea, il rapporto fra oro monetario e importazioni risulta nel 1957 all'incirca pari al rapporto sia del 1913 che del 1928 (35-36%). Tali livelli erano però già piuttosto bassi rispetto a quelli ante 1913 (19), molto lontani dai livelli del periodo 1930-39 (circa 100%) e notevolmente inferiori anche a quelli degli anni prossimi al 1950 (55-60%).

Simili raffronti hanno un significato relativo, e ciò per numerosi motivi.

Anzitutto, a partire dalla prima guerra mondiale, le riserve in valute hanno avuto una parte molto più importante nel sistema monetario internazionale che non nel diciannovesimo secolo. Queste

interesse accademico, dato che entrambi i metodi portano a risultati per lo più simili. Gli studiosi dovrebbero invece meditare la penetrante trattazione sulla sufficienza delle riserve di TIBOR SCITOVSKY, in *Economic Theory and Western European Integration*, Stanford University Press, 1958, pp. 101-109.

(17) *International Reserves and Liquidity*, p. 18.

(18) Nel suo studio *British International Gold Movements and Banking Policy 1881-1913* (Harvard University Press, 1935), W. EDWARDS BEACH sottolinea la forte correlazione inversa esistente tra movimenti interni ed esterni di oro, tanto negli Stati Uniti (p. 146) che nel Regno Unito (pp. 76-77). L'esodo dell'oro verso l'estero in dipendenza di disavanzi della bilancia dei pagamenti veniva in parte alimentato e corretto da una simultanea contrazione della circolazione interna di oro monetato e dal suo afflusso verso la Banca centrale.

(19) Calcoli parziali per gli ultimi anni dell'800, basati sulle stime della Delegazione per l'Oro della Lega delle Nazioni, hanno suggerito una percentuale di circa il 38% per il 1873, 1880 e 1890, ma di circa il 45% nel 1868 e 1897.

riserve consistono in gran parte in impegni a breve verso l'estero degli Stati Uniti e del Regno Unito, le cui disponibilità *lorde* di riserve in relazione alle importazioni, di conseguenza, non possono più essere considerate un indice attendibile della situazione di liquidità dei due paesi. Basta questo a rendere fuorviante, e assolutamente non indicativo, il rapporto medio tra riserve lorde mondiali ed importazioni.

TABELLA I

RAPPORTO TRA LE RISERVE E LE IMPORTAZIONI ANNUE, 1913-1957
(in percentuale)

	Tutti i paesi			Tutti i paesi, esclusi gli S.U. e il Regno Unito			Valute			
	Totale	Oro	Valute	Totale	Oro	Totale	Dollari	Sterline	UEP e BRI	
Incluso l'oro in circolazione:										
1913	39	36	2	35	32	3				
1928	46	35	11	44	28	16				
Escluso l'oro in circolazione:										
1913	22	19	2	20	17	3				
1928	43	32	11	42	26	16				
1932	97	89	8	85	74	11				
1937	100	92	8	55	44	12				
1938	118	110	8	62	51	11	3	8	—	
1947	87	61	26	54	19	35	5	31	—	
1948	78	55	23	46	15	31	6	25	—	
1949	73	55	18	40	16	24	6	17	—	
1950	80	57	23	50	19	30	10	18	1	
1951	58	42	16	37	15	22	7	13	1	
1952	59	42	17	38	16	22	8	11	2	
1953	64	45	19	44	18	26	11	12	3	
1954	63	44	20	44	18	26	12	12	3	
1955	58	40	18	42	18	24	12	10	2	
1956	54	37	17	39	17	22	11	8	2	
1957	50	35	15	35	16	19	9	7	2	

Fonti e note: v. Tabella in Appendice, pp. 58-59.

Il criterio meno arbitrario è considerare separatamente la posizione di questi due paesi come centri monetari mondiali, e limitare quindi l'indagine, in una prima fase, alle disponibilità di oro e valute di tutti gli altri paesi.

Per questi ultimi, il rapporto tra il totale delle riserve e quello delle importazioni è all'incirca al livello del 1913, ma notevolmente più basso che in ciascuno degli anni indicati nella Tab. I.

Possiamo sin d'ora scartare, come eccessivi rispetto alle esigenze minime, i rapporti anormalmente elevati del periodo 1930-1939. Le alte percentuali di quegli anni eran dovute alle diffuse svalutazioni monetarie e alla catastrofica contrazione del commercio mondiale.

Anche gli alti livelli delle riserve nei primi anni del secondo dopoguerra sono da accogliersi con cautela, includendo forti disponibilità in sterline inconvertibili che difficilmente potevano considerarsi equivalenti a vere e proprie riserve internazionali. In realtà nessuno sosterebbe che la situazione delle riserve internazionali fosse allora più soddisfacente di oggi.

Ogni paragone diretto con il 1913 e il 1928 è impedito dai cambiamenti strutturali successivamente verificatisi. Il fatto che le attuali riserve sono *inferiori* può essere tuttavia considerato significativo, dato che quei cambiamenti sono stati tutti di natura tale che richiederebbe un *più alto* rapporto tra riserve ed importazioni per agevolare il mantenimento della convertibilità in un contesto caratterizzato da maggiori divergenze tra le politiche economiche dei vari paesi e da meno favorevoli condizioni per quanto riguarda sia il volume che la direzione dei movimenti di capitali in tempi di crisi. Nè si deve dimenticare che anche nel 1928 esistevano preoccupazioni sulla sufficienza delle riserve, preoccupazioni che avevano dato origine ad accurate indagini del Comitato Finanziario della Lega delle Nazioni (20).

In sintesi si può concludere che alla fine del 1957 le riserve erano ad un minimo assoluto rispetto agli ultimi cento anni e che dalla fine del 1954 si erano andate contraendo ad un ritmo piuttosto preoccupante. Per tutti i paesi, esclusi Stati Uniti e Regno Unito, esse corrispondevano al 35% delle importazioni annue.

« Standards » nazionali di riserve in un regime di convertibilità.

Per motivi già ampiamente discussi (21), la valutazione di ciò che è un desiderabile e realizzabile livello di riserve varia grandemente da paese a paese, in ragione sia dei fattori strutturali ricordati,

(20) V. nota n. 4 a p. 6.

(21) V. in particolare pp. 17-18 e 20-21.

che facilitano o ostacolano il mantenimento di un alto livello di riserve (livelli relativi di reddito e risparmio, rapporti tra circolazione bancaria e totale dei mezzi di pagamento, tra mezzi di pagamento e importazioni e prodotto nazionale lordo, ecc.), sia della maggiore o minore capacità o determinazione nel contrastare pressioni inflazionistiche e nell'evitare il ricorso a restrizioni commerciali e valutarie.

Lo studio del Fondo dà molto risalto a tali differenze e, con una serie di prospetti, sottolinea le forti oscillazioni, tra paese e paese e da un anno all'altro, dei rapporti riserve/importazioni. Così, nel 1957 le riserve della Bolivia erano pari solo all'1% delle importazioni, mentre per il Portogallo salivano al 137%. Il numero dei paesi industrializzati — esclusi gli Stati Uniti ed il Regno Unito — con riserve inferiori al 30% delle importazioni si è raddoppiato dal 1955 al 1957, passando da un quarto alla metà del numero totale. Nel 1957 il 27% dei paesi non industrializzati aveva riserve inferiori al 20%, mentre quattro anni prima tali paesi rappresentavano solo l'8%.

Queste ampie variazioni nascondono però tendenze costanti che sono debitamente rilevate nel rapporto del Fondo. Così, molti paesi non industrializzati accumularono durante la guerra riserve eccezionalmente elevate, che furono poi ampiamente utilizzate per ricostituire le scorte e per i programmi di sviluppo quando i rifornimenti divennero nuovamente possibili. Il rapporto medio delle riserve alle importazioni è sceso per questi paesi dal 73% del 1948 al 37% nel 1957. Per contro, l'Europa continentale, che aveva subito forti perdite di riserve nel periodo bellico e nel primo dopoguerra, nel decennio 1948-1957 le ha più che raddoppiate.

Entro ciascun gruppo alcuni paesi, come la Svizzera, il Portogallo, il Venezuela, l'Irak, l'Iran e l'Uruguay, tendono, per numerose ragioni, a mantenere un livello di riserve relativamente alto, mentre altri paesi, come la Norvegia, la Danimarca, la Jugoslavia, Israele, il Canada, il Sud Africa e la Malesia, sembrano accontentarsi di riserve notevolmente inferiori al 30% o persino al 20% delle importazioni (22).

(22) V. *International Reserves and Liquidity*, pp. 46-55 e Tab. II nel testo. Tuttavia nei paesi non industrializzati notevoli contrazioni delle riserve si ebbero tra la fine della guerra ed il 1948, contrazioni non indicate nella Tab. II.

TABELLA II

VARIAZIONI DELLE RISERVE PER GRUPPI DI PAESI

	1928	1937	1948	1957
I. In rapporto % rispetto alle importazioni	43	109	89	55
A. OECE continentale	46	78	40	42
B. Aree non industrializzate	42	51	73	37
1. America Latina	47	51	44	41
2. Paesi dell'area sterlina (Regno Unito escl.)	28	46	95	41
3. Altri paesi (incluso Giappone)	50	67	74	30
C. Canada	7	21	33	29
D. Regno Unito	13	81	24	21
E. Stati Uniti	85	358	303	161
II. In rapporto % rispetto al totale lordo delle riserve mondiali	100	100	100	100
A. OECE continentale	39	24	13	28
B. Aree non industrializzate	25	14	28	21
1. America Latina	9	3	6	7
2. Paesi dell'area sterlina (Regno Unito escl.)	6	5	16	8
3. Altri paesi (incluso Giappone)	11	6	7	6
C. Canada	1	1	2	3
D. Regno Unito	6	15	4	4
E. Stati Uniti	29	46	52	43

Fonti: F.M.I., *International Reserves and Liquidity*, Appendice Tavola I, pp. 100-101. Le differenze tra queste stime e quelle relative ai totali della Tabella I sono dovute in parte a lievi divergenze tra i risultati ottenuti dallo stesso FMI, ma principalmente all'esclusione dalla presente Tabella dei territori coloniali.

Le divergenze nelle politiche nazionali e nelle condizioni economiche non sono importanti come sembrerebbe a prima vista — e come il Fondo fa a volte notare (23) — per una valutazione dei fabbisogni di liquidità del mondo nel suo insieme in regime di convertibilità monetaria. E ciò per due ragioni. La prima è che poche delle nazioni con riserve costantemente basse assorbono quote notevoli del commercio internazionale; la maggioranza dei paesi che ad esso più largamente partecipano hanno per tradizione riserve notevolmente superiori al 30%. La seconda è che la maggioranza

(23) Cfr., per esempio, i commenti a p. 73 dello studio del Fondo.

dei paesi con basse riserve mantengono restrizioni commerciali e valutarie molto più severe degli altri. Le due circostanze — deducibili dai dati delle Tabelle III e IV — suggeriscono le seguenti considerazioni:

1) alcuni paesi probabilmente continueranno a tenere riserve relativamente basse, ma incontreranno anche, probabilmente, grandi difficoltà nel ripristinare e mantenere la convertibilità;

2) il mantenimento della convertibilità, tuttavia, dipende principalmente dalle politiche dei principali paesi commerciali e, ovviamente, la loro astensione da restrizioni commerciali e valutarie dipende dalle loro capacità di mantenere adeguati livelli di riserve (24);

3) i fabbisogni di riserve di questi ultimi paesi esercitano un'influenza preponderante sulla richiesta mondiale di riserve monetarie.

Nella Tabella III sono classificati i sessantadue paesi (Stati Uniti e Regno Unito esclusi) che il Fondo Monetario ha distinto in tre gruppi, sulla base del rapporto medio delle riserve alle importazioni nei tre anni « più normali » del periodo postbellico: 1953, 1954 e 1955. Il numero dei paesi di ciascun gruppo è grosso modo lo stesso. Peraltro, i paesi con riserve inferiori al 33% delle importazioni rappresentano solo un quinto del totale delle importazioni e meno di un decimo del totale delle riserve; tutti, inoltre, applicano restrizioni valutarie e commerciali molto più rigorose della maggioranza dei paesi a più alte riserve.

Gli altri quarantuno paesi rappresentano l'80% del totale delle importazioni, e più del 90% del totale delle riserve monetarie dei sessantadue paesi in esame. Tra i 41 paesi sono compresi tutti i paesi europei ad eccezione della Scandinavia e dell'Islanda, e tutti gli altri paesi con importazioni superiori ad un miliardo di dollari all'anno, tranne il Sudafrica e la Malesia. È la politica di questi paesi, insieme naturalmente a quella degli Stati Uniti e del Regno

(24) Il bilateralismo rappresenterà una quota relativamente piccola del commercio mondiale almeno sin quando gli Stati Uniti, il Canada e l'Europa occidentale — con i quali si svolge il più del commercio dei paesi terzi — si asterranno dal partecipare ad accordi bilaterali. Il funzionamento del « gold standard » nel diciannovesimo secolo dipese essenzialmente dalle politiche dei principali paesi mercantili e non fu mai ostacolato dalla instabilità dei cambi di altri paesi, specie dell'America Latina. Lo stesso si può dire oggi per le restrizioni valutarie esistenti al di fuori dell'Europa e del Nord America.

TABELLA III

LIVELLI MEDI DELLE RISERVE, 1953-1955
(Tutti i paesi, esclusi gli Stati Uniti e il Regno Unito)

	Rapporto medio delle riserve alle importazioni	Numero dei paesi	Rapporto al totale delle importazioni	Rapporto al totale delle riserve
I. <i>Riserve inferiori al 33% delle importazioni</i>	22 %	21	20 %	9 %
Jugoslavia (6), Danimarca (13), Norvegia (15), Paraguay (16), Bolivia e Cile (18), Perù e Spagna (19), Haiti e Israele (21), Costa-Rica (22), Nicaragua e Islanda (23), Formosa e Sud Africa (25), Malesia (26), Svezia (27), Siria e Finlandia (29), Colombia (31).				
II. <i>Riserve dal 33% al 50% delle importazioni</i>	40 %	22	52 %	43 %
Repubblica Dominicana e Francia (33), Messico, Corea e Nuova Zelanda (34), Filippine (35), Honduras e Equador (36), Brasile (37), Indonesia (38), Canada (39), Libano (40), Turchia e Belgio (42), Italia (43), Giappone e Paesi Bassi (45), Irlanda (46), Vietnam (47), Venezuela (49), Guatemala e Salvador (50).				
III. <i>Riserve superiori al 50% delle importazioni</i>	81 %	19	28 %	48 %
Argentina (51), Ceylon e Austria (52), Germania (54), Panama (56), Grecia (60), Australia (61), Burma (76), Cuba (78), Etiopia (81), Iran (85), Thailandia (89), Pakistan (101), Iraq (106), Uruguay (110), India (136), Egitto e Svizzera (137), Portogallo (180).				
Totale	48 %	62	100 %	100 %

Fonte: F.M.I., *International Reserves and Liquidity*, Appendice Tavola I, pp. 100-101.

Unito, che avrà un'influenza determinante sull'esito del presente esperimento di convertibilità. Tale politica sarà a sua volta influenzata largamente dalla maggiore o minore capacità di mantenere un livello di riserve sufficiente ad evitare eventuali ricorsi a restrizioni

commerciali e valutarie. Ed è il complesso dei fabbisogni di riserve degli stessi paesi in relazione all'offerta di oro e altre disponibilità — specie saldi in sterline e dollari— che determinerà domani la sufficienza o insufficienza delle riserve mondiali per il mantenimento della convertibilità.

Dodici dei quarantuno paesi in questione assorbono circa il 60% delle importazioni totali dei sessantadue paesi considerati e detengono il 65% delle riserve. Le percentuali riserve/importazioni di questo gruppo per gli anni 1950-1957 sono esposte nella Tabella IV. Solo in tre casi tale rapporto è stato inferiore al 20%; due riguardano la Germania per gli anni 1950-1951, prima che il paese risorgesse dallo stato di prostrazione economica e finanziaria in cui l'aveva lasciato la guerra; il terzo caso è quello della Francia durante la grave crisi valutaria del 1957. In diciassette altri casi le riserve sono scese sotto il 33% delle importazioni: di questi, nove

TABELLA IV

VARIAZIONI DELLE RISERVE DEI DODICI PAESI PIU' IMPORTANTI
NEL COMMERCIO INTERNAZIONALE, 1950-1957
(rapporto percentuale tra riserve e valore delle importazioni)

	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	Numero dei casi		
									sotto il 20%	20-32%	33% e oltre
Canada	55	44	42	38	43	37	31	29	—	2	6
Germania	10	15	31	52	58	53	65	75	2	1	5
Francia	44	20	23	24	32	44	24	13	1	5	2
Olanda	29	24	47	52	45	40	29	26	—	4	4
Belgio	38	40	42	44	41	40	35	33	—	—	8
Italia	59	46	39	39	43	46	41	42	—	—	8
Giappone	58	46	54	37	43	54	47	24	—	1	7
Australia	92	47	52	93	61	39	49	68	—	—	8
Brasile	61	26	26	46	30	38	50	32	—	4	4
Svizzera	150	120	138	150	141	124	107	98	—	—	8
India	172	105	102	146	137	127	80	43	—	—	8
Venezuela	56	49	51	52	46	48	75	77	—	—	8
<i>Totale</i>									3	17	76

Fonte: F.M.I., *International Reserves and Liquidity*, Appendice Tavola I, pp. 100-101.

riguardano la Francia ed il Brasile, e si sono accompagnati a gravi restrizioni valutarie. In tutti gli altri settantasei casi, le riserve sono state invariabilmente al di sopra del 33%.

L'esperienza generale degli otto anni 1950-1957 induce a pensare che la maggioranza dei più importanti paesi sarà portata a cercare di mantenere un livello di riserve non inferiore al 40%, ad adottare severe misure equilibratrici qualora quel livello dovesse scendere al di sotto di un 30-33% e a ricorrere a drastiche misure di controllo dei cambi in caso di una persistente flessione al di sotto di tale quota critica (25). Un livello del 20% di riserve lorde dovrebbe essere considerato come un minimo assoluto e riservato a rare emergenze, come lo scoppio di una guerra, o per costituire la garanzia necessaria a contrarre un prestito estero a medio o breve termine.

In condizioni normali, l'eccedenza di riserve oltre il 33% di alcuni paesi dovrebbe superare di molto le differenze in meno accusate da altri paesi. Non v'è quindi dubbio che il livello medio del 35% registrato nel 1957 per l'insieme di tutti i paesi, esclusi Stati Uniti e Regno Unito, rappresenti il minimo di ogni ragionevole valutazione dei fabbisogni mondiali di liquidità, e che ogni ulteriore caduta di questo livello renderebbe molto difficile a numerosi paesi-chiave di applicare con fermezza quelle politiche di convertibilità che sarebbero desiderosi di perseguire.

Se si accettano tali conclusioni, bisogna porre altre due interrogativi:

1) I previsti sviluppi e disponibilità di riserve nei prossimi anni hanno probabilità di aggravare oppure di alleviare la scarsità di riserve che si lamenta per l'insieme dei paesi considerati (esclusi Stati Uniti e Regno Unito)?

2) Come possiamo valutare le attuali e future riserve dei due paesi-chiave dell'attuale sistema di « gold exchange standard », Stati Uniti e Regno Unito?

I paragrafi seguenti saranno dedicati a questi due problemi.

(25) L'esame del Fondo osserva (p. 48) anche che la maggior parte dei paesi industrializzati « sembra aver cercato di raggiungere una percentuale di riserve tra il 30 e 50% o forse tra il 40 e 50%, nel senso che quando le riserve erano al di sotto di tale livello hanno cercato di aumentarle, mentre, oltre quei limiti, hanno ritenuto opportune politiche più espansive ».

V. Le riserve necessarie per il decennio 1958-1967.

Fabbisogni previsti di riserve.

Lo studio del Fondo calcola lo sviluppo delle riserve mondiali che sembra necessario nei prossimi dieci anni per evitare che il rapporto riserve/importazioni abbia ulteriormente a diminuire.

Il Fondo basa tali calcoli sul presupposto di un aumento delle importazioni del 3% all'anno. Per il decennio 1957-66, le riserve mondiali dovrebbero quindi aumentare di 19 miliardi di dollari, contro i 7 miliardi circa derivanti dalla monetizzazione dell'oro di nuova produzione e di provenienza da vendite russe. Il Fondo riduce poi la cifra da 19 a 8 miliardi, ritenendo improbabile ulteriori incrementi per quattro paesi ad alte riserve: Stati Uniti, Germania, Svizzera e Venezuela. Il divario tra l'incremento di riserve ritenuto necessario e quello che potrà derivare dalla produzione d'oro e dalle vendite russe non appare quindi preoccupante; potrebbe essere facilmente, e forse abbondantemente, colmato da un ulteriore sviluppo delle riserve in valuta (specie dei saldi in dollari) e da un'eventuale contrazione dell'oro e dollari in mano di privati (26).

Tali ottimistiche conclusioni prestano però il fianco a serie obiezioni. La prima e la più importante riguarda il tasso di sviluppo del 3%, assunto come « normale » dal Fondo. I dati che sono alla base di tale valutazione, esposti a pag. 70 dello studio del Fondo e qui condensati nella Tabella V, non sembrano giustificare un tasso così basso. Il quadro che ne emerge è piuttosto per un tasso di sviluppo di circa il 3-4% per il periodo di relativa depressione tra il 1880 e la fine del secolo, del 4% o più nell'ultimo decennio precedente la prima guerra mondiale e del 6-7% l'anno tanto dal 1920 al 1929 che nel secondo dopoguerra. Il tasso di sviluppo del 3% postulato dal Fondo sarebbe plausibile solo se si facesse una media tra gli sviluppi avutisi nei « normali » periodi di pace con quelli, eccezionalmente bassi e in realtà prevalentemente *negativi*, dei periodi bellici e della grande depressione del 1930. Ma la determinazione di un adeguato livello di riserve per il futuro basata sul presupposto di una terza guerra mondiale o di un'altra prolungata crisi economica generale, non è un criterio d'orientamento incorag-

(26) V. *International Reserves and Liquidity*, pp. 69-75.

TABELLA V

TASSI MEDI DI ACCRESCIMENTO DEL COMMERCIO INTERNAZIONALE E DELL'ATTIVITA' MANIFATTURIERA PER GLI ANNI 1876-1957

(in percentuale; base composta)

	Commercio		Attività manifatturiera
	Prodotti primari	Manu- fatti	
I. Durante gli anni di guerra e la grande depressione del 1930			
A. Dal 1913 al 1920			- 1
B. Dal 1913 al 1921-25	- 1,5	- 2,6	0,3
C. Dal 1926-29 al 1931-35	- 1,9	- 5,7	- 1,5
D. Dal 1938 al 1948	0		3,7
II. Durante « normali » anni di pace			
A. Dal 1876-80 al 1901-05	3,3	2,8	4,1
B. Dal 1901-05 al 1913	3,5	4,7	4,2
C. Dal 1921-25 al 1926-29	6,3	7,1	6,8
D. Dal 1948 al 1956	7,5		6,1
E. Dal 1950 al 1956	6,5		5,7
F. Dal 1950 al 1957	6,3		5,1
G. Dal 1951 al 1957	5,4		5,0

Fonti: Le stime per gli anni « normali » sono tratte dallo studio del F.M.I., *International Reserves and Liquidity*, Tab. 17, p. 70.

Le stime per gli anni di guerra e per la depressione del 1930 sono state ottenute dagli indici esposti nella fonte originale (LEGA DELLE NAZIONI, *Industrialization and Foreign Trade*, 1945, pp. 130 e 157) citata a pag. 104 dello studio del F.M.I. I tassi medi di questi anni non sono qui esposti separatamente (tranne che per il periodo 1938-48), ma inclusi nei tassi medi di periodi più lunghi.

giante per la politica economica. A mio avviso, si dovrebbero almeno prospettare calcoli alternativi basati su differenti ipotesi di sviluppo delle importazioni, comprese — poniamo — fra tassi del 3% e del 6% all'anno. In senso provvede la Tabella VI (27).

(27) Si deve anche notare che tutti questi calcoli riferiti ad un presunto tasso di sviluppo fisico prescindono dall'influenza di aumenti dei prezzi sui fabbisogni di liquidità. Ciò è ragionevole, in quanto non si dovrebbero programmare aumenti di liquidità mondiale che possano facilitare o rafforzare pressioni inflazionistiche. Tuttavia, se i principali paesi non riuscissero a evitare aumenti di prezzi, corrispondenti adeguamenti delle riserve di liquidità potrebbero essere preferibili ad aggiustamenti alternativi, come una rivalutazione dell'oro o l'inasprimento di restrizioni valutarie o commerciali.

TABELLA VI

INCREMENTI DELLE RISERVE CORRISPONDENTI A VARI TASSI DI SVILUPPO
(in miliardi di dollari USA)

	al tasso di sviluppo del			
	3 %	4 %	5 %	6 %
I. Nei dieci anni 1958-1967				
1. Tutti i paesi	18,5	25,8	33,7	42,3
2. Escludendo Stati Uniti, Germania, Svizzera e Venezuela	7,5	10,4	13,7	17,2
3. Includendo un aumento delle riserve della Francia e Gran Bretagna sino al livello del 40%	12,7	16,2	20,0	24,1
4. Percentuale delle cifre sub 3) che verrebbe coperta dalle ipotizzate disponibilità di oro fornite dalla nuova produzione e da vendite URSS	55 %	43 %	35 %	29 %
II. Nel 1967, in base all'ipotesi sub 3)				
1. In miliardi di dollari USA	1,0	1,5	2,0	2,6
2. Percentuale coperta dalle ipotizzate disponibilità di oro fornite dalla nuova produzione e da vendite URSS	70 %	48 %	35 %	27 %

Fonti:

1. Le stime delle riserve alla fine del 1957 sono tratte dal numero del gennaio 1959 delle « International Financial Statistics » del F.M.I. (\$ 53.600 milioni per tutti i paesi, \$ 31.864 milioni per gli Stati Uniti, Germania, Svizzera e Venezuela unitamente considerati, e \$ 3.149 milioni per Regno Unito e Francia, *escludendo la differenza iniziale in meno di \$ 3.883 milioni di riserve rispetto al 40% delle loro importazioni 1957 calcolate nella medesima pubblicazione*).
2. I previsti incrementi dell'oro mondiale che verrà destinato a scopi monetari nel decennio 1958-1967 (\$ 7 miliardi) sono tratti dallo studio del F.M.I., *International Reserves and Liquidity*.

Una seconda causa di sottovalutazione nelle stime del Fondo è l'esclusione dei paesi ad alte riserve — Stati Uniti, Svizzera, Germania e Venezuela — senza una parallela rettifica in più per nessuno dei paesi a basse riserve. Il Fondo nota, al contrario (p. 72), che « può esser dubbio che tutti gli altri paesi vogliano aumentare di molto le loro riserve ». L'osservazione è formalmente corretta, ma anche gravemente fuorviante. Infatti, mentre è probabilmente vero che non *tutti* questi paesi aumenteranno la consistenza globale delle loro riserve in maniera da evitare un'ulteriore riduzione dei già bassi rapporti con le importazioni, è da prevedere che tali riduzioni saranno più che compensate dalla ricostituzione di adeguati

livelli di riserve da parte almeno di *alcuni* di quei paesi che giustamente e solennemente proclamano la necessità di aumenti del genere per permetter loro di realizzare e consolidare un soddisfacente ritmo di progresso verso la piena convertibilità monetaria.

Nella Tabella VI le stime del Fondo sono state rettifiche in più solo per due paesi: Francia e Regno Unito. L'aumento da noi postulato è tale da portare il livello delle riserve dei due paesi al 40% delle importazioni, ossia, rapportate alla situazione di fine 1957, a \$ 4.564 milioni per il Regno Unito e a \$ 2.468 milioni per la Francia. Queste cifre possono essere confrontate con i 5 miliardi di dollari spesso indicati come meta in precedenti discussioni inglesi sulla convertibilità, e con i 2,1 miliardi di dollari raggiunti effettivamente dalle riserve francesi alla fine del 1955.

Anche accogliendo il tasso di sviluppo del 3% assunto dal Fondo, la prevista offerta di oro di nuova produzione e di origine russa coprirebbe soltanto il 55% dei fabbisogni di liquidità nel decennio 1958-67. Questa percentuale si riduce al 43% nell'ipotesi di un tasso di sviluppo del 4%, al 35% con un tasso del 5% ed al 29% con un tasso del 6%. Con le suddette ipotesi, pertanto, il mantenimento di un adeguato livello di riserve richiederebbe aumenti della produzione di oro, diminuzioni del suo tesoreggiamento, o ulteriori offerte di riserve di altro genere, per cifre comprese tra 6 e 17 miliardi di dollari per i prossimi dieci anni.

Previsioni sull'offerta di oro monetario.

La stima del Fondo di un aumento di \$ 7 miliardi delle riserve di oro nei prossimi dieci anni poggia su fondamenta molto più solide delle sue stime sui futuri fabbisogni di riserve. Essa è basata su una precedente, ottima indagine di un economista del Fondo stesso (28), le cui principali conclusioni sono condensate nelle prime tre colonne della Tabella VII.

Tali previsioni appaiono ragionevoli. Il valore assegnato agli impieghi non monetari d'oro può sembrare a prima vista alto; non è però tale se — messo da parte il periodo di forte detesoreggiamento che seguì la rivalutazione dell'oro negli anni dopo il 1930 (29) — vien valutato alla luce della passata esperienza tenendo

(28) OSCAR L. ALTMAN, *A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves*, IMF Staff Papers, aprile 1958, pp. 258-288.

(29) Vedasi oltre, pp. 38-39.

TABELLA VII

OFFERTA ED UTILIZZO DI ORO
(Medie annue in milioni di \$ USA; oro a \$ 35 l'oncia)

	Previsione 1957-67			Medie di periodi precedenti						
	Pessi- mi- stica	Otti- mi- stica	Proba- bile	1952- 1957	1945- 1951	1939- 1944	1934- 1938	1929- 1933	1914- 1928	1890- 1913
1. Nuova produzione (1) .	1050	1150	1100	940	800	1090	970	780	670	520
2. Vendite dell'URSS . .	— (2)	200 (2)	100	110	10	30	-10	—	—	—
3. Offerta totale (1+2=4 +5)	1050	1350	1200	1050	810	1120	960	780	670	520
4. Usi non monetari (1) .	760	330	470	500	440	-70	-310	480	280	220
a) Artigianato ed indu- stria	210	130	170	210	180	100	100	100	140	130
b) Tesoreggiamento . .	450	200	300	290	260	-170	-410	380	140	90
5. Usi monetari (1) . . .	390 (2)	1020 (2)	730	550	370	1190	1270	300	390	300

(1) L'Unione Sovietica è inclusa sino al 1934.

(2) Lo studio citato dell'Altman calcola le vendite russe in una cifra costante di \$ 100 milioni; pertanto gli aumenti ivi previsti dell'oro monetario variano solo da \$ 500 milioni a \$ 920 milioni.

Fonti: Questi dati approssimativi sono stati messi insieme in base alle seguenti fonti:

a) FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE: studio dell'Altman, di cui si è detto; *International Reserves and Liquidity*; numero del gennaio 1959 delle « International Financial Statistics ».

b) Tavole statistiche pubblicate regolarmente nel « Federal Reserve Bulletin »; articolo, *The Private Demand for Gold*, apparso sullo stesso Bollettino, pp. 935-944, del settembre 1954.

c) Stime sulla domanda di oro per usi privati, pubblicate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali nell'ottava Relazione annuale (maggio 1938, p. 45) per il periodo 1931-1937 e nelle successive Relazioni annuali per il periodo posteriore.

d) « Annual Report of the Secretary of the Treasury » per l'anno fiscale chiusosi il 30 giugno 1954 (p. 294).

e) Vari Rapporti pubblicati dalla Delegazione per l'Oro del Comitato Finanziario della Lega delle Nazioni e soprattutto l'*Interim Report 1930*, pp. 79-84, 90-94 e 114-117.

presente il fortissimo aumento mondiale dei redditi dal 1928 ad oggi. Le cifre date per gli usi artistici ed industriali dell'oro sembrano anzi molto modeste alla luce delle stime della Lega delle Nazioni per il periodo 1891-1928. Dal 1850 al 1929 la percentuale della produzione di oro assorbita da usi non monetari oscillò — in ogni decennio — tra il 40% ed il 60%. Lo stesso Altman ritiene probabile (p. 287) che in futuro gli impieghi non monetari continuino ad assorbire tra un terzo e la metà della produzione aurea. Una tale stima, posta in relazione alle previsioni di produzione esposte nella Tabella VII, porta il valore probabile degli impieghi non monetari tra 380 e 525 milioni di dollari, e il valore dell'oro disponibile per usi monetari tra 525 e 970 milioni di dollari, con una cifra effettiva probabile di 750 milioni.

Il lato più debole di queste previsioni è quello riguardante le vendite della Russia all'Occidente. Tutte le stime relative agli stocks d'oro, alla produzione e alle vendite della Russia sono, naturalmente, molto congetturali. L'Altman propone stime di 7 miliardi di dollari per gli stocks e di 600 milioni per la produzione 1957. Ancora più incerto è l'orientamento futuro della Russia per le vendite: se le sue scorte d'oro dovessero essere impegnate aggressivamente per scopi economico-politici, tutte le stime sulla futura sufficienza o insufficienza delle riserve auree mondiali verrebbero sconvolte.

Un cenno va aggiunto su un'altra ipotesi, ugualmente congetturale, ossia sul possibile detesoreggiamento di oro accumulato in passato dai privati. Lo studio *International Reserves and Liquidity* stima (p. 66), senza indicare fonti, il tesoreggiamento privato di oro « dell'ordine di 10-12 miliardi di dollari, di cui una metà di pertinenza dell'Europa occidentale e circa un terzo della sola Francia ». Si tratta di cifre che possono esser tirate fuori solo dal cilindro di un prestigiatore che, nel nostro caso, è il sig. Franz Pick, il noto « broker » di oro e divise (30). Queste stime possono essere confrontate con quelle ricavate da fonti più ufficiali ed esposte nella Tab. VIII, che prospettano un valore di \$ 21 miliardi per l'oro « scomparso », ma solo \$ 8 miliardi per il tesoreggiamento privato. Anche qui, però, il carattere altamente congetturale delle stime, specie per gli anni più lontani, le priva di ogni realistico significato

(30) Vedasi ALTMAN, *op. cit.*, p. 286, nota 57.

OFFERTA DI ORO E SUO UTILIZZO, 1493-1957
(in miliardi di \$, oro a \$ 35 l'oncia)

TABELLA VIII

	Produzione	Usi monetari	Altri usi			Ammontare globale a fine periodo					
			Totale	Artigianato ed industria	Tesoreggiamento	Stocks di oro	Oro monetario	Oro scomparso			
								Totale	Artigianato ed industria	Tesoreggiamento	
1493-1849	5,2	1,8	3,4	2,6	0,8	5,2	1,8	3,4	5,2	1,8	
1850-1869	4,3	2,7	1,6	0,9	0,7	9,5	4,5	5,0	3,6	1,5	
1870-1889	3,7	1,4	2,3	1,8	0,5	13,2	5,9	7,3	5,4	2,0	
1890-1913	12,5	7,2	5,4	3,2	2,2	25,7	13,0	12,7	8,6	4,1	
1914-1928	10,0	5,8	4,2	2,1	2,0	35,7	18,8	16,9	10,7	6,2	
1929-1933	3,9	1,5	2,4	0,5	1,9	39,6	20,3	19,3	11,2	8,1	
Escludendo la produzione URSS e degli altri paesi dell'Europa Orientale, ma includendo le vendite russe						36,9	19,6	17,3	10,1	7,2	
1934-1938	4,8	6,3	-1,5	0,5	-2,0	41,7	25,9	15,8	10,6	5,2	
1939-1944	6,7	7,1	-0,4	0,6	-1,0	48,5	33,1	15,4	11,2	4,2	
1945-1951	5,7	2,6	3,1	1,3	1,8	54,1	35,7	18,5	12,5	6,0	
1952-1957	6,3	3,3	3,0	1,2	1,8	60,4	39,0	21,4	13,7	7,8	

Note: Per le fonti di tali cifre estremamente congetture v. Tabella VII. Le stime posteriori al 1934 sono ricavate dalle pubblicazioni della Riserva Federale, del FMI e della BRI e sono probabilmente abbastanza accurate, tranne che per le ripartizioni fra gli « altri usi » e per le stime dei valori globali di fine periodo della produzione totale e dell'« oro scomparso ». L'attendibilità di tali stime dipende da un collegamento grossolano del periodo 1928-33 con le precedenti stime della Delegazione per l'Oro della Lega delle Nazioni e dalla validità di questi ultimi dati per quanto riguarda la produzione di oro negli anni precedenti. La produzione di oro della Russia sino alla fine del 1929 fu calcolata da Kitchin in £ 389 milioni (*Interim Report of the Gold Delegation*, p. 56), cioè a circa 3,2 miliardi di dollari attuali. Le nostre cifre indicherebbero invece solo 2,7 miliardi di dollari a tutto il 1933. Le stime dell'oro monetario per gli anni precedenti includono dati molto incerti circa l'oro in circolazione al di fuori delle Banche centrali e delle tesorerie dei vari Stati. Le cifre fornite dalle fonti per il tesoreggiamento di oro per il periodo anteriore al 1930 si riferiscono all'India, Egitto e Cina.

per la formulazione di programmi e indirizzi d'azione. Le stime riguardanti il tesoreggiamento di oro in epoche più recenti — pur essendo sempre scarsamente attendibili — sono probabilmente più vicine alla realtà: esse indicano un aumento dell'oro tesoreggiato di 3-4 miliardi di dollari tra il 1913 e il 1933, una diminuzione di circa 3 miliardi tra il 1933 e il 1944, ed un aumento di circa 4 miliardi tra il 1944 e il 1957.

Una nuova ondata di detesoreggiamento simile a quella degli anni dopo il 1930 potrebbe eventualmente ridurre il divario previsto tra produzione di oro e fabbisogni di riserve per i prossimi dieci anni. Il contributo che si può realisticamente attendere da una tale fonte è però, nella migliore delle ipotesi, molto modesto. L'esperienza degli anni dopo il 1930 è un po' unica, esaltata dalla grande depressione e da drastiche e generali svalutazioni monetarie.

Per il problema della scarsità di oro altre soluzioni appaiono necessarie.

L'importanza delle riserve in valuta estera.

Le disponibilità di valuta estera sono divenute, in questi ultimi anni, una fonte più importante dello stesso oro per la liquidità internazionale. Lo studio del Fondo (pp. 72-73) ricorda che « l'insieme dei saldi in dollari a breve termine nell'ultimo decennio... è aumentato alla media di circa \$ 770 milioni all'anno, di cui 650 milioni rappresentati dalle sole disponibilità ufficiali. I saldi in sterline sono naturalmente discesi dai massimi raggiunti alla fine della seconda guerra mondiale... Considerando tutte le disponibilità in valute, si può stimare che il loro totale sia aumentato di circa 2 miliardi di dollari nell'ultimo decennio, cioè in media di \$ 200 milioni all'anno ».

Si tratta di elementi non dubbi; essi confermano come ormai l'oro abbia cessato di rappresentare una fonte di liquidità internazionale adeguata per un'economia mondiale in espansione. Più della metà dei fabbisogni internazionali di liquidità sono stati fronteggiati dall'enorme sviluppo delle riserve in valute, particolarmente da saldi in dollari. Le conseguenze di una tendenza del genere per la stabilità del sistema monetario mondiale sono però molto preoccupanti.

Grosso modo, dalla fine del 1949, l'aumento delle riserve monetarie fuori degli Stati Uniti, si è mantenuto al passo con l'espansione.

sione del commercio del corrispondente complesso di paesi. Tale aumento negli otto anni 1950-1957 è stato in media di circa il 5½% l'anno, cioè molto vicino al tasso massimo ipotizzato nella Tabella VI. Tuttavia, dell'aumento generale delle riserve (\$ 10,9 miliardi circa) poco più di un terzo (36%) è stato coperto dalla produzione di oro e dalle vendite russe, mentre il 63% circa è derivato da una continua contrazione delle riserve nette degli Stati Uniti (Tab. IX).

TABELLA IX

FONTI DI AUMENTO DELLE RISERVE MONETARIE EXTRA STATI UNITI, 1950-1957

	In milioni di \$ U.S.A.	In % del totale
<i>Aumento globale</i>	10.936	100
derivante da:		
1. <i>Diminuzione delle riserve nette U.S.A.</i>	6.851	63
a) Diminuzione di disponibilità di oro	1.706	16
b) Aumento di impegni per riserve in dollari	5.145	47
2. <i>Aumento delle riserve mondiali di oro</i>	3.915	36
a) Nuova produzione di oro al di fuori del blocco sovietico	7.342	67
.	635	6
c) Usi non monetari (—)	- 4.062	- 37
3. <i>Altre fonti</i>	170	1
a) Saldi in sterline	- 1.578	- 14
b) Disponibilità UEP e BRI	1.570	14
c) Aumento delle disponibilità di oro di organizzazioni internazionali (—)	- 80	- 1
d) Altre fonti ed errori	258	2

Fonti:

1) La produzione e le riserve di oro sono tratte o calcolate in base alle cifre esposte nel « Federal Reserve Bulletin »; le vendite russe di oro sono ricavate dalle Relazioni annuali della BRI.

2) Tutte le altre cifre sono state calcolate sulla base delle stime del numero di gennaio 1959 delle « International Financial Statistics » (p. 17) e di *International Reserves and Liquidity* (p. 103).

Tale contrazione, sino a poco fa, non era stata motivo di serie preoccupazioni. Anzitutto gli Stati Uniti erano usciti dal secondo conflitto mondiale con riserve particolarmente cospicue, largamente eccedenti ogni prevedibile necessità. Una più equa ripartizione mon-

diale delle riserve era quindi considerata un passo necessario verso la restaurazione di un efficiente sistema di convertibilità internazionale. In secondo luogo, solo una piccola parte della contrazione nelle riserve nette dagli Stati Uniti aveva preso la forma di perdite di scorte auree; queste dal 1949 al 1957 erano diminuite di soli 1,7 miliardi di dollari, cioè del 7% circa, essendo l'incremento delle riserve degli altri paesi costituito per quasi la metà da crediti in dollari.

TABELLA X

DISPONIBILITA' DI ORO E VALUTE IN PERCENTUALE DELLE RISERVE TOTALI DI PERTINENZA DEI PAESI DIVERSI DAGLI STATI UNITI E REGNO UNITO (1913-1957)
(in percentuale)

	Oro	Valute estere			
		Totale	Dollari	Sterline	UEP e BRI
1913	84	16			
1928	62	38			
1932	87	13			
1937	79	21			
1938	82	18	5	13	
1947	35	65	8	57	
1948	33	67	13	53	
1949	41	59	15	42	1
1950	39	61	19	37	2
1951	41	59	18	35	4
1952	41	59	22	28	6
1953	41	59	24	28	7
1954	41	59	26	27	6
1955	42	58	28	24	5
1956	43	57	29	22	5
1957	45	55	27	21	6

Fonti: V. Tabella in appendice, pp. 58-59.

Il problema è se e fino a quando tale « trend » ha probabilità di durare. L'esperienza passata non è al riguardo rassicurante. Le disponibilità in valute estere — principalmente in dollari e sterline — rappresentavano alla fine del 1957 circa il 55% delle riserve mone-

tarie di tutti i paesi, esclusi gli Stati Uniti ed il Regno Unito. La percentuale non sembra eccessiva in confronto ad altri anni di questo dopoguerra. Un rapporto notevolmente più alto (67%) si era avuto a fine 1948, costituito però per il 53% da saldi in sterline non convertibili, e in parte addirittura congelati, ovviamente non assimilabili a vere e proprie riserve internazionali.

Lo sviluppo delle riserve in valute estere durante e dopo l'ultima guerra ha ripetuto, su scala molto maggiore, l'esperienza degli anni successivi alla prima guerra mondiale, quando le riserve suddette crebbero dai circa 500 milioni di dollari stimati per il 1913 (pari al 16% del totale delle riserve) ai 3.250 milioni del 1928 (38%). Questa tendenza fu incoraggiata dalla conferenza monetaria internazionale di Genova della primavera del 1922 come mezzo correttivo della carenza di oro, e propagandata dal 1920 al 1930 dal Regno Unito, la cui situazione di paese a bassissime riserve era notevolmente agevolata dall'accumulo di saldi in sterline di pertinenza estera. Il ritorno dell'Inghilterra alla convertibilità nel 1925 trovò così un efficace sostegno nel mantenimento di disponibilità a breve termine di paesi stranieri sul mercato di Londra.

Ciò tuttavia rendeva la posizione inglese anche estremamente vulnerabile, poichè questi fondi a breve potevano entrare e uscire con la massima mobilità sotto lo stimolo di variazioni dei tassi d'interesse sui diversi centri monetari, specie Londra e New York, e di mutamenti nelle previsioni circa il futuro andamento dei cambi fra Londra e altre piazze.

In genere l'opportunità di trattenere tali fondi a breve a Londra mediante tassi di sconto più alti in Inghilterra che a New York fu riconosciuta tanto dal Governatore della Federal Reserve Bank di New York, Benjamin Strong, che dal Governatore della Banca d'Inghilterra, Montagu Norman, ma diede spesso origine a seri contrasti con altri indirizzi di politica economica nei due paesi: in Inghilterra la disoccupazione e il basso livello di certe attività economiche suscitavano vive reazioni in favore di una politica creditizia più liberale, mentre negli Stati Uniti si invocavano restrizioni creditizie per frenare la speculazione di borsa (31).

D'altra parte, dopo una fase di temporanea euforia durante la fuga di capitali dall'Europa continentale nel periodo delle svaluta-

(31) Cfr. LESTER V. CHANDLER, *Benjamin Strong, Central Banker*, Brookings, 1958, Cap. VIII, pp. 291-331.

zioni intorno al 1925, l'inevitabile inversione di tendenza creò gravissime preoccupazioni a Londra, specie quando il franco francese, salito al potere Poincaré, iniziò la sua spettacolosa ripresa da 260 a 125 franchi per sterlina. La Banca di Francia fu allora costretta ad effettuare fortissimi acquisti di sterline sul mercato per rallentare, ed infine arrestare, la rivalutazione del franco. La parziale conversione di tali sterline in oro e dollari rappresentò l'inizio dell'emorragia di riserve da Londra. Il colpo di grazia venne nell'estate del 1931, quando gli sviluppi della crisi mondiale misero in difficoltà il Credit Anstalt di Vienna, dando il via ad un movimento di panico che, presto diffusosi per l'Europa centrale, portò a nuovi e imponenti ritiri di fondi dal mercato londinese.

La svalutazione della sterlina del 21 settembre 1931 segnò la fine del sistema a cambio aureo. La conversione delle sterline in dollari fu accompagnata e seguita da conversioni di dollari in oro. In questo processo la parte delle riserve mondiali rappresentata da valute fu praticamente spazzata via, tranne che per i paesi dell'area della sterlina. Le disponibilità in dollari — private e ufficiali — caddero da 2,7 miliardi nel 1929 a meno di 400 milioni nel 1933.

Notevoli perdite di cambio furono subite, allora come di nuovo nel 1949, particolarmente dai detentori di disponibilità in sterline. Alcune banche centrali vennero poi indennizzate per speciali disposizioni legislative; ma durante i relativi dibattiti i loro amministratori non sfuggirono a severe critiche. È questa un'esperienza che non è stata dimenticata e che probabilmente agirà da freno contro ulteriori accumuli di riserve in valute estere oltre i già elevatissimi livelli attuali. Qualsiasi riduzione dei tassi d'interesse per siffatte disponibilità a breve, o qualsiasi dubbio sulla stabilità delle monete dei paesi-chiave, rallenterebbe ulteriormente l'accumulazione di riserve in valute estere da parte di Banche centrali e potrebbe perfino provocare conversioni in oro di gran parte di esse.

In conclusione, sembra molto improbabile che lo sviluppo di saldi in sterline o in dollari possa assicurare una durevole soluzione al problema dell'inadeguatezza della produzione aurea rispetto ai prevedibili fabbisogni di liquidità internazionale in un'economia mondiale in espansione. Con quel congegno il problema è stato « rinviato » nel nostro dopoguerra, così come lo era stato dopo la prima guerra mondiale. Il tempo però stringe, e cresce di giorno in giorno il pericolo che, continuando nell'inerzia, si abbia ad assi-

stere alla ripetizione, in forma diversa, del collasso del 1931 del sistema a cambio aureo.

Prima tuttavia di giungere ad una conclusione del genere, è bene dedicare un breve esame alla situazione delle riserve dei due paesi chiave dell'odierno sistema monetario internazionale, Regno Unito e Stati Uniti.

VI. La posizione dei paesi "chiave",

Regno Unito e saldi in sterline.

I saldi in sterline costituivano, alla fine della guerra, il grosso delle disponibilità ufficiali in valute estere. Essi raggiunsero, secondo le stime del Fondo (32), l'equivalente di 12,1 miliardi di dollari alla fine del 1947, ossia l'88% dei complessivi saldi ufficiali in valute estere, rispetto al 12% dei saldi ufficiali in dollari.

I saldi totali in sterline, ufficiali e privati, superavano allora i 14 miliardi di dollari, pari a circa il 288% delle esportazioni annue del Regno Unito. Un così enorme volume di disponibilità in sterline, non sarebbe stato, ovviamente, accumulato durante la guerra, nè conservato dopo la fine delle ostilità, senza un notevole elemento di costrizione. Ingenti importi di saldi in sterline furono bloccati in forza di ordinanze inglesi; altri furono assoggettati a limitazioni di vario grado quanto al loro utilizzo, dalla piena convertibilità, a costo però di rigorose restrizioni sulle importazioni, per i saldi modestissimi di pertinenza dell'area del dollaro, fino ai conti puramente bilaterali per i paesi fuori dei sistemi dell'area della sterlina e della sterlina trasferibile.

Il penoso fallimento del breve esperimento di convertibilità del 1947 comprovò la necessità di una sostanziale riduzione — piuttosto che di un'ulteriore espansione — dei saldi in sterline. Lo spettacolare progresso in questa direzione nei successivi dieci anni fu un'evi-

(32) Si veda, peraltro, p. 22 sopra. Le disponibilità « ufficiali » in sterline alla fine del 1945 erano indicate in « Economic Trends » del maggio 1958, p. viii, come equivalenti a 11 miliardi di dollari, comprese le colonie britanniche, e a 10 miliardi di dollari con l'esclusione delle colonie. Nessuna cifra comparabile è disponibile per il 1947. Il totale dei saldi in sterline, ufficiali e privati, declinarono soltanto leggermente (di circa 280 milioni di dollari) tra i suddetti due anni: una complessiva riduzione di circa 520 milioni di dollari nei saldi privati e ufficiali di pertinenza di paesi diversi dalle colonie britanniche fu in parte compensata dall'aumento concomitante (240 milioni di dollari) nelle disponibilità delle colonie.

dente condizione preliminare per un altro, e meno effimero, ritorno alla convertibilità.

Misurata in sterline, la riduzione complessiva intervenuta potrebbe sembrare molto modesta. Il totale dei saldi in sterline « non territoriali » cadde soltanto da 3,5 miliardi di sterline nel 1947 a circa 3,1 miliardi nel settembre 1958. Una notevole parte della flessione fu inoltre compensata da aumenti nelle disponibilità in sterline del Fondo Monetario e dell'U.E.P. e da altri prestiti ufficiali inglesi stipulati a breve o a medio termine negli Stati Uniti.

In realtà il miglioramento deve essere misurato in altro modo. L'effettivo carico dei saldi in sterline fu innanzitutto notevolmente ridotto in termini di dollari e di merci dalla svalutazione della sterlina nel 1949 e da un aumento di oltre il 50% nei prezzi delle esportazioni inglesi. La simultanea espansione per circa l'80% del volume delle esportazioni ha inoltre accresciuto la normale domanda di saldi in sterline. In terzo luogo, i saldi in sterline di pertinenza di paesi fuori dell'area della sterlina sono stati più che dimezzati anche in termini di sterline; la massima parte di questa riduzione è dovuta a un considerevole aumento dei saldi più facilmente controllabili di pertinenza dei territori coloniali.

Tutto considerato, i saldi in sterline presentano oggi, rispetto alle esportazioni inglesi, lo stesso rapporto che avevano nel 1938, e quelli di pertinenza dei paesi fuori dell'area della sterlina corrispondono soltanto al 20% delle esportazioni annue contro il 44% nel 1938. I saldi ufficiali di paesi non dell'area sterlina erano stimati nel 1957 a meno di 850 milioni di dollari, rispetto a più di 3,2 miliardi di dollari alla fine del 1945.

La fiducia nella sterlina è stata accresciuta notevolmente da altri, e molteplici, segni di ripresa dell'economia inglese nel dopoguerra. Sotto questo riguardo particolare importanza rivestono l'aumento delle riserve in oro e dollari del Regno Unito a partire dalla fine del 1957, e i cospicui e crescenti avanzi nelle partite correnti segnati dalla bilancia dei pagamenti nel 1957 (0,9 miliardi di dollari) e nel 1958 (più di 1 miliardo di dollari soltanto nella prima metà dell'anno).

Non è perciò improbabile che nei mesi avvenire si abbia ad assistere ad una notevole domanda di saldi in sterline da parte di paesi stranieri. Invero, i saldi in sterline dei paesi non dell'area della sterlina erano già cresciuti di 325 milioni di dollari nei primi

SITUAZIONE DELLE RISERVE DEI PAESI « CHIAVE », 1928-1958

	1928	1932	1938	1947	1949	1953	1957	1958
I. Stati Uniti								
A) Riserve di oro (miliardi \$)	4,1	4,0	14,6	22,9	24,6	22,1	22,9	20,6
B) Saldi in dollari (miliardi \$)	2,5	0,7	2,2	7,1	8,2	12,7	16,6	17,5
1. « internazionali »	—	—	—	2,3	1,8	1,9	1,7	1,9
2. singoli paesi	2,5	0,7	2,2	4,9	6,4	10,8	14,9	15,6
a) ufficiali			0,5	1,8	3,4	6,5	9,1	9,6
b) privati			1,7	3,0	3,1	4,4	5,7	5,9
C) Rapporto % dei saldi in dollari (esclusi i saldi « internazionali ») alle esportazioni USA	48	44	71	32	53	68	72	87
1. Saldi ufficiali			16	12	28	41	44	54
2. Saldi privati			55	19	26	28	27	33
D) Rapporto % del totale saldi in dollari alle riserve di oro USA	61	17	15	31	33	57	72	85
II. Regno Unito								
A) Riserve di oro e dollari (miliardi \$)	0,7	0,6	2,9	2,2	1,8	2,5	2,4	3,1
B) Saldi in sterline (miliardi \$)	2,4	1,4	2,8	15,7	10,4	11,2	10,9	10,9
1. « internazionali »	—	—	—	1,6	1,6	1,4	1,8	1,8
2. singoli paesi	2,4	1,4	2,8	14,1	8,8	9,8	9,2	9,1
a) Colonie				1,9	1,5	3,1	2,5	2,4
b) Altri paesi dell'area sterlina		0,7	1,6	7,2	4,5	4,8	5,1	4,8
c) Paesi estranei all'area		0,7	1,2	5,0	2,7	1,9	1,6	1,9
(1) OECE				1,7	1,0	0,6	0,7	1,0
(2) Altri paesi				3,3	1,8	1,3	0,9	0,9
C) Rapporto % dei saldi in sterline (esclusi saldi « internazionali ») alle esportazioni del Regno Unito	69	108	104	288	127	131	94	97
1. Colonie				39	22	41	26	26
2. Altri paesi dell'area sterlina		54	59	147	65	64	53	51
3. Paesi estranei all'area		54	44	102	39	25	16	20
a) OECE				35	14	8	7	10
b) altri paesi				67	25	17	9	10
D) Rapporto % del totale saldi in sterline alle riserve in oro e \$ del Regno Unito	320	240	95	705	595	440	460	355

Avvertenze - 1. I saldi ufficiali in dollari includono esigui importi in obbligazioni e « notes » che sono stati rilevati solo dal 1949 senza però distinzione tra disponibilità ufficiali e private.

2. I saldi in sterline calcolati per il 1928 sono stati tratti dal *Committee on Finance and Industry Report* (Comitato Macmillan, Londra, 1931, pp. 42 e 301). Le cifre per il 1932 sono quelle indicate nello studio della BRI, *The Sterling Area* (Basilea, 1953), e praticamente corrispondono a quelle della fine del 1931. Le cifre calcolate per il 1938 sono tratte dal 22° Rapporto Annuale della BRI (Basilea, 1952, p. 172). Queste ultime sono probabilmente molto approssimative e non pienamente comparabili con le cifre calcolate nel dopoguerra e pubblicate regolarmente in *Economic Trends*.

3. Le stime dei saldi in dollari a fine 1958 sommano impegni a breve termine di fine novembre con obbligazioni e « notes » di fine settembre. Per i saldi in sterline le cifre calcolate si riferiscono alla fine di settembre.

nove mesi del 1958, cioè nel periodo immediatamente precedente le decisioni di convertibilità prese alla fine dell'anno.

Ulteriori aumenti sembra lecito attendere come conseguenza di due caratteristiche dell'Accordo Monetario Europeo che non hanno ricevuto tutta l'attenzione che meritano. Primo, tutti i paesi O.E.C.E. sono ora liberi di accumulare riserve in sterline se lo desiderano, mentre per il passato ne erano impediti dal meccanismo di compensazione mensile dell'accordo U.E.P. Secondo, i suddetti saldi godranno di garanzia di cambio in termini di dollari statunitensi, a norma dell'art. 11 dell'Accordo Monetario Europeo, mentre le disponibilità in dollari non fruiranno di garanzie simili in termini di sterline. Sebbene una svalutazione del dollaro in rapporto alla sterlina possa ora sembrare una evenienza molto remota e quanto mai improbabile, questa differenza di trattamento non dovrebbe essere completamente trascurata. Di maggior significato immediato è peraltro il fatto che le Banche centrali europee sono ora libere di accumulare sterline, se così decidono, senza correre nessun rischio di cambio in caso di svalutazione della sterlina rispetto al dollaro. In tal modo un notevole abbassamento dei tassi di interesse a New York rispetto a Londra potrebbe facilmente provocare considerevoli spostamenti di disponibilità a breve termine da impieghi in dollari a impieghi in sterline.

Cionondimeno non si dovrebbe far molto affidamento su un futuro sviluppo di saldi in sterline per colmare il divario fra produzione aurea e fabbisogno mondiale di riserve. Il principale motivo per una previsione del genere è che le riserve lorde inglesi sono ancora molto basse in relazione agli impegni a breve termine in sterline. Le difficoltà ripetutamente incontrate dall'Inghilterra proprio per tale ragione, nel 1931, nel 1947, nel 1949, nel 1951, nel 1953 e nel 1957, probabilmente la indurranno a compensare ogni aumento nei saldi in sterline con aumenti equivalenti, o più che equivalenti, nelle sue proprie riserve. Da questa fonte, pertanto, ci si dovrebbe attendere ben poco per l'aumento della liquidità internazionale.

Stati Uniti e saldi in dollari.

Il probabile sviluppo dei saldi in dollari offre a prima vista possibilità più promettenti. Nonostante il loro enorme aumento in questo dopoguerra, i saldi in dollari non sembrano ancora eccessivi

in relazione alle esportazioni degli Stati Uniti. Il loro rapporto attuale rispetto a queste ultime (87%) è soltanto leggermente più alto del rapporto 1938, ma ancora sensibilmente inferiore al corrispondente rapporto del Regno Unito (97%). Inoltre, in netto contrasto con la situazione inglese, le riserve auree U.S.A. sono ancora notevolmente più ampie dei debiti U.S.A. a breve termine verso l'estero.

In realtà è il persistente declino della posizione netta delle riserve americane che è stato finora la fonte maggiore di provvista per lo sviluppo particolarmente soddisfacente delle riserve degli altri paesi a partire dal 1949 (33). Questa circostanza ebbe poco risalto finché il deflusso di riserve dagli Stati Uniti assunse la forma di un aumento dei debiti U.S.A. in dollari a breve termine verso l'estero piuttosto che di esodo di oro da Fort Knox. Dal 1949 alla fine del 1957 le riserve auree americane diminuirono soltanto di 1,7 miliardi di dollari, ossia di circa il 7%, mentre i debiti U.S.A. in dollari più che raddoppiarono, passando da 8,2 a 16,6 miliardi di dollari.

Questo rapido sviluppo dei saldi in dollari durante il dopoguerra rifletteva, almeno in parte, la sostituzione di dollari convertibili a sterline inconvertibili nei regolamenti e nelle riserve internazionali. Un tale fatto rende ancor più dubbia la probabilità che l'accumulazione all'estero di saldi in dollari abbia a continuare indefinitamente ad un ritmo comparabile a quello dell'ultimo decennio. La previsione che azzardai al riguardo nella primavera 1957 (34) sembrò avere qualche conferma nel 1958. Nei primi nove mesi del 1958 le disponibilità in dollari a breve termine dei paesi esteri — incluse obbligazioni e « notes » — crebbero per meno di 300 milioni mentre gli acquisti netti di oro dagli Stati Uniti ammontarono ad un totale di 1.900 milioni di dollari e salirono ulteriormente a 2.300 milioni alla fine dell'anno.

Le perdite d'oro nel 1958 da parte degli Stati Uniti cominciano a far considerare con qualche preoccupazione il progressivo indebolimento della posizione netta delle riserve statunitensi. L'ecedenza delle riserve auree rispetto ai debiti a breve termine verso paesi esteri — incluse obbligazioni e « notes » — si è ininterrottamente contratta, da 18,2 miliardi di dollari (fine 1949) a 5,8 miliardi

(33) Si veda sopra, pp. 39-42 e Tabella IX.

(34) *Europe and the Money Muddle*, Yale University Press, 1957, p. 297.

nel settembre 1958, vale a dire ad un tasso annuo di più di 1,3 miliardi lungo il periodo 1950-1957, e di circa 3 miliardi durante i primi nove mesi 1958.

È ovvio che un tal movimento non potrebbe continuare indefinitamente senza scalzare alla fine la fiducia che gli stranieri ripongono nel dollaro come sicuro mezzo di accumulazione di riserve. Presto o tardi, verrà certo il momento in cui il processo di accrescimento di debiti a breve termine verso l'estero dovrà o attenuarsi o essere sostanzialmente fronteggiato da corrispondenti aumenti nelle già pingui disponibilità auree degli Stati Uniti. Se ciò non avvenisse per iniziativa degli Stati Uniti, le Banche centrali straniere lo farebbero in loro vece, arrestando l'accumulazione di disponibilità in dollari e richiedendo per contro pagamenti in dollari per il surplus complessivo negli scambi con gli Stati Uniti.

Pertanto, come nel caso dei saldi in sterline, non si può fare affidamento che ulteriori aumenti nei saldi in dollari possano contribuire in misura considerevole e indefinitamente alla soluzione del problema della illiquidità internazionale.

VII. Il "gold exchange standard",

Prima di discutere di altri possibili rimedi può essere opportuno allargare l'esame del problema inquadrandolo in un ampio contesto storico. In realtà non è problema nuovo; esso si è posto anche in passato, sia pure in molteplici e svariate forme, ed è stato risolto in modo molto vario.

Non è necessario accettare rigide definizioni della quantità di moneta per riconoscere che un qualche legame è sempre esistito tra espansione monetaria e sviluppo economico. Il legame è tutt'altro che stretto e non implica affatto un semplice rapporto causale. L'espansione monetaria non assicura automaticamente lo sviluppo economico. Può però stimolarlo. Fatto ancora più evidente e più importante ai fini del nostro esame, lo sviluppo economico è quasi certamente destinato ad arrestarsi o a rallentare ad un dato punto se non si riesce a trovare il modo di assicurare un aumento parallelo — anche se non proporzionale — della liquidità monetaria.

Prima dell'imponente sviluppo delle istituzioni bancarie nel XIX secolo, l'oro e l'argento erano rimasti per molti secoli la fonte principale di provviste di nuova moneta nei paesi occidentali. La loro relativa abbondanza o scarsità non poteva mancare di avere

una parte importante — per quanto non decisiva nè esclusiva — nell'evoluzione dei prezzi e dell'attività economica. Ogni storico dell'economia ha sottolineato, per esempio, l'influenza esercitata sotto questo profilo dall'afflusso di oro e argento verso la Spagna e l'Europa nel periodo successivo alla scoperta dell'America. Fluttuazioni di lungo periodo nell'attività economica del secolo scorso — i cosiddetti cicli Kondratieff — sono state del pari ricollegate da molti economisti al disuguale procedere delle scoperte e della produzione di oro. Gli economisti, peraltro, sono inclini a dar risalto all'originalità piuttosto che alla concordanza delle loro opinioni, e ad accentuare le differenze di interpretazione che li distinguono dai colleghi piuttosto che il fondo comune su cui tutti potrebbero trovarsi d'accordo. In tal modo la fondamentale intesa sui punti sopra richiamati è spesso offuscata da controversie sopra il peso relativo da dare, nell'analisi degli eventi, rispettivamente ai fattori monetari e ai fattori reali e sulla direzione « causale » che corre tra i due ordini di fattori. Ma poichè in questa sede stiamo guardando alla foresta piuttosto che agli alberi, i suddetti divari di opinione non invalidano la conclusione generale che un ritardo nella espansione monetaria può agire talvolta — e spesso ha agito in passato — come un freno del tasso di sviluppo economico.

Per molti secoli le ripetute riduzioni del valore intrinseco delle monete metalliche costituirono la principale via di uscita dalle difficoltà derivanti dall'incapacità delle scorte di oro e argento di tenere il passo con il fabbisogno monetario di singoli paesi (35). La stabilità dimostrata dalle maggiori monete occidentali rispetto all'oro lungo il XIX secolo è in certo senso un'eccezione storica. Essa fu in gran parte dovuta ad un'enorme espansione della produzione aurea e all'imponente sviluppo della moneta cartacea e della moneta bancaria come strumenti complementari dell'oro e dell'argento nelle transazioni monetarie.

Queste nuove forme di moneta, peraltro, erano nazionali piuttosto che internazionali, ed il mantenimento della stabilità dei cambi venne a dipendere dalla loro convertibilità, da parte degli istituti emittenti, in moneta ad accettazione internazionale. L'inci-

(35) Il contenuto aureo della « livre tournois » francese cadde gradualmente da circa 3,2 grammi di oro fino nel 1351 a 0,29 grammi nel 1795 (riduzione di più del 90%). Il contenuto di oro fino della moneta aurea inglese si ridusse un po' meno, del 77%, tra il 1257 e il 1816.

denza di un tale sviluppo sul problema delle riserve internazionali è già stata delineata nei primi paragrafi del nostro studio. Un solo rilievo giova qui richiamare: esso riguarda l'economia nell'uso di scarse scorte auree che fu realizzata dal graduale trasferimento di moneta aurea dalla circolazione tra il pubblico alle riserve del sistema bancario e, più tardi, dalla circolazione privata e dalle riserve bancarie alle riserve di una sola istituzione nazionale, ossia del Tesoro o della Banca centrale. L'ultimo sviluppo fu uno dei tre principali rimedi trovati all'insufficienza di riserve auree in rapporto all'enormemente cresciuta circolazione di carta moneta nazionale e di depositi bancari durante e dopo la prima guerra mondiale. Di fatto, le riserve auree all'incirca raddoppiarono fra il 1913 e il 1928, da 4,9 a 10 miliardi di dollari (incluso l'oro russo); ma dell'aumento totale di 5,1 miliardi, meno della metà (2,3 miliardi) fu ricavato dall'eccedenza della nuova produzione aurea rispetto all'assorbimento in impieghi non monetari, e quasi il 55% (2,8 miliardi) dalla contrazione dell'oro monetario extra tesorerie e Banche centrali.

Il secondo rimedio consistette nella drastica svalutazione di molte monete rispetto all'oro e nella conseguente rivalutazione delle riserve auree in termini delle singole valute nazionali.

Questi due ordini di misure non riuscirono a ripristinare pienamente la proporzione prebellica delle riserve auree alle emissioni di carta moneta e agli altri impegni a vista delle Banche centrali. Il rapporto fra i due elementi cadde infatti dal 48% nel 1913 a circa il 40% verso il 1929 (36).

Il terzo rimedio cui si ricorse durante il periodo in esame fu, come si è notato in precedenza, un molto più ampio uso di monete nazionali « chiave » — principalmente di sterline e dollari — come componenti aggiuntive delle riserve monetarie internazionali. Combinando le stime sopra esposte con le stime del Fondo Monetario per le riserve in valute estere (500 milioni di dollari nel 1913 e 3.250 milioni nel 1928), si giunge ad un rapporto fra riserve totali e impegni a vista del 53-54% sia nel 1913 che nel 1928.

Senonchè simili medie mondiali nascondevano ampie variazioni nella consistenza delle riserve di singoli paesi. Nel 1928 quasi la metà delle riserve mondiali erano accentrate in due soli paesi, Fran-

(36) *Interim Report of the Gold Delegation of the Financial Committee* (League of Nations, Ginevra, 1930), p. 94.

cia e Stati Uniti, mentre le riserve auree della Banca d'Inghilterra (750 milioni di dollari) erano meno di un quarto dei depositi e delle cambiali in sterline tenuti o accettate a Londra per conto dell'estero (37).

In tal modo il crescente uso di saldi in valute estere come mezzo di riparo per l'illiquidità mondiale sotto il nuovo sistema a cambio aureo indebolì fatalmente la posizione « in riserve » del paese su cui il sistema principalmente poggiava per il suo regolare funzionamento. Il collasso della principale valuta « chiave » del sistema nel 1931 trasse inevitabilmente nel gorgo altre monete e portò al temporaneo crollo dello stesso sistema monetario internazionale.

Un livello senza precedente di liquidità internazionale fu raggiunto, cionondimeno, nel decennio dopo il 1930, ad onta della quasi completa scomparsa dalle riserve mondiali della componente « valute estere ». Questo sviluppo fu peraltro un sottoprodotto di diffuse svalutazioni monetarie e, soprattutto, di una drastica e prolungata contrazione del volume e del valore del commercio internazionale. Deflazione, svalutazione e restrizioni furono le tre fonti degli indesiderati livelli di liquidità monetaria internazionale del decennio prebellico. Esse riflettevano anche, almeno in parte, la vulnerabilità conferita dal regime a cambio aureo ai suoi centri chiave e per loro tramite trasmessa allo stesso sistema monetario mondiale.

La fondamentale absurdità del regime a cambio aureo è che esso rende il sistema monetario *internazionale* altamente dipendente dalle decisioni di singoli paesi per ciò che riguarda l'uso continuato di una o più valute *nazionali* come riserve monetarie. In mancanza di dubbi diffusi circa la stabilità dei cambi, la scelta di tali monete « riserva » cade normalmente sulle monete dei paesi che hanno una parte preminente nel commercio e nelle finanze internazionali. La sterlina, il dollaro e, sussidiariamente, il franco francese divennero in tal modo le principali monete di riserva nel decennio prima del 1930. Senonchè, quando cominciano a diffondersi dubbi sulla

(37) Espresse in sterline inglesi, le riserve auree della Banca d'Inghilterra erano alla fine del 1928 di circa 154 milioni. I depositi e le cambiali in sterline tenuti a Londra per conto dell'estero — inclusi i prestiti al mercato dello sconto — ammontavano a complessivi 500 milioni di sterline. Le accettazioni per conto dell'estero assommavano ad oltre 200 milioni di sterline. Cfr. (MAGMILLAN) *Committee on Finance and Industry Report*, London, 1931, p. 301.

futura stabilità dei cambi, le valute più deboli tendono ad essere rapidamente eliminate dalla competizione, e la scelta delle valute di riserva si restringe alle monete più forti, e quindi più sicure, negli scambi e nelle transazioni internazionali. Quando anche queste cominciano ad essere discusse, un definitivo spostamento verso l'oro può porre fine al regime a cambio aureo e avviare di nuovo la comunità internazionale verso il precedente sistema aureo (puro o a *gold bullion*).

Il regime a cambio aureo *può essere, ma non è necessariamente*, utile ad alleviare una carenza di riserve monetarie internazionali. Esso giova a tal fine soltanto nella misura in cui i paesi delle monete « chiave » sono disposti a lasciar peggiorare la posizione delle loro *riserve nette* attraverso aumenti dei loro impegni monetari a breve termine non compensati da corrispondenti aumenti nelle riserve lorde. Se tuttavia permettono ad uno sviluppo del genere di continuare indefinitamente, tendono a provocare il collasso del sistema stesso a causa del graduale indebolimento della fiducia dei paesi esteri nelle valute « chiave ».

Ciò accadde al Regno Unito nel 1931; il crollo fu allora determinato da ampie conversioni in oro e dollari di saldi in sterline, conversioni che portarono alla svalutazione della sterlina. Accadde di nuovo come conseguenza delle vicende dell'ultima guerra, e si risolse, da una parte, nella svalutazione del 1949, dall'altra, nella prolungata inconvertibilità della sterlina e nelle ricorrenti crisi della bilancia dei pagamenti inglese lungo questo dopoguerra. Un'esperienza siffatta spiega il contrasto di opinioni emerse in anni recenti nel Regno Unito in merito ai vantaggi e agli svantaggi relativi derivanti all'economia inglese dall'ampio uso della sterlina come valuta internazionale (38). Aiuta anche a spiegare perchè altri paesi, come la Svizzera e la Germania, abbiano cercato finora di scoraggiare, piuttosto che di favorire, l'uso delle rispettive monete nazionali come riserva internazionale.

L'indebolimento della posizione della sterlina e di altre principali monete internazionali dopo la seconda guerra mondiale fece convergere le scelte di tutti i paesi sul dollaro statunitense, considerato come lo strumento più solido, e quindi più sicuro, per l'investimento delle rispettive riserve di valuta estera. In tal modo si portarono vasi a Samo sotto forma di prestiti del resto del mondo

(38) Si veda, in particolare, A.C. L. DAV, *The Future of Sterling*, Oxford Press, 1958.

al principale paese creditore. Ciò aggravò la difficoltà che gli Stati Uniti già incontravano a sviluppare un sufficiente livello di esportazioni *nette* di capitale per finanziare i loro cospicui surplus per partite correnti e impedire l'accentuarsi della scarsità di dollari.

Nella misura tuttavia in cui gli Stati Uniti riuscivano in questo tentativo, essi tendevano anche, inevitabilmente, ad aggiustare la loro complessiva bilancia dei pagamenti per partite correnti e movimenti di capitali — inclusi doni e prestiti governativi — al persistente afflusso sul mercato americano di saldi esteri a breve termine, e ad indebolire corrispondentemente la posizione delle loro riserve nette fino ad un punto che nè gli Stati Uniti nè probabilmente gli altri paesi potrebbero superare di molto senza preoccupazione. Come si vide, il semplice attenuarsi di questo afflusso di capitale estero si risolse nel 1958 in un deflusso di oro relativamente cospicuo. Se il deflusso persisterà, o riprenderà in un momento successivo, gli Stati Uniti dovranno affrontare qualche complessa revisione di indirizzi economici al fine di restaurare un equilibrio di lungo andare nei loro conti con l'estero.

Il ruolo relativamente modesto delle transazioni con l'estero in rapporto al reddito nazionale e l'enorme forza e flessibilità dell'economia degli Stati Uniti potrebbero facilitare simili processi di riaggiustamento ed evitare difficoltà del tipo in precedenza incontrate dal Regno Unito. Soltanto un impensabile eccesso di fiducia potrebbe portare gli Stati Uniti fino al punto in cui l'indebolimento della loro posizione « in riserve » stimolasse in definitiva massicce conversioni in oro di esistenti saldi in dollari di paesi esteri, e li costringesse a sospendere o modificare le norme legali di copertura aurea del Sistema di Riserva Federale. Anche una revisione del genere potrebbe comunque essere compiuta facilmente se, in quel momento, le considerazioni economiche non dovessero correre il rischio di venire sommerse da forze psicologiche e politiche irrazionali quanto potenti. È troppo fantasioso immaginare che possa allora essere invocato un embargo delle vendite o degli invii di oro all'estero, e che la minaccia di una tale misura possa precipitare il movimento di conversione in oro dei saldi in dollari, e obbligare le autorità a ricorrere a provvedimenti drastici che in un contesto più calmo sarebbero inutili? Un embargo sull'oro, peraltro, comporterebbe quasi inevitabilmente, anche se solo temporaneamente, una svalutazione *de facto* del dollaro rispetto all'oro. Altre monete si troverebbero probabilmente coinvolte nel processo di svalutazione,

giacchè eventuali aspettative di un deprezzamento del dollaro rispetto all'oro sarebbero quasi certamente accompagnate da aspettative di analoghi deprezzamenti di altre monete e determinerebbero fughe legali o illegali verso impieghi in oro o beni reali, in altri paesi più ancora che negli Stati Uniti.

Non voglio pensare che sviluppi così drammatici siano probabili. Li ritengo anzi del tutto improbabili. Le autorità americane sono ben consapevoli del problema qui discusso e decise ad affrontarlo molto prima che sia raggiunto il punto di pericolo. Il vero rischio che corriamo non è quello di un collasso del dollaro. È il fatto che un tal crollo possa in definitiva essere evitato soltanto con un considerevole rallentamento dei contributi recati alla liquidità internazionale negli ultimi nove anni dall'ininterrotto indebolimento delle riserve nette U.S.A. Una soluzione in questi termini del problema del dollaro comporterebbe l'insorgere di nuovo o l'aggravarsi del problema della liquidità internazionale.

VIII. Sommario e conclusioni.

I normali fabbisogni mondiali di riserve monetarie, adeguati ad assicurare la continuazione di un regime di convertibilità da parte dei maggiori paesi commerciali, con ogni probabilità supereranno notevolmente, per importi compresi fra 5 e 10 miliardi di dollari, nei prossimi dieci anni, l'apporto che a tal fine può essere atteso dai livelli correnti della produzione aurea (39).

Non è probabile che questo divario possa essere colmato da apporti supplementari alla liquidità mondiale derivanti da un ulteriore sviluppo, come strumenti di accumulazione di riserve, dei saldi in dollari, in sterline e in altre valute nazionali.

In assenza di specifiche misure e politiche di programmazione, la crescente inadeguatezza delle riserve mondiali condurrebbe, con altrettale probabilità, ed entro una serie relativamente breve di anni, ad un nuovo ciclo di deflazioni, svalutazioni e restrizioni

(39) Inclusi circa 200 milioni di dollari all'anno di vendite di oro russo all'occidente. Le conclusioni di questo studio sarebbero completamente sconvolte se la Russia decidesse di usare in modo aggressivo sui mercati internazionali le sue ingenti scorte auree per scopi economici o politici. Ciò potrebbe salvare oppure compromettere definitivamente il regime aureo come meccanismo monetario internazionale, a seconda delle politiche che fossero adottate da ambedue i lati della cortina di ferro.

internazionali, così come accadde dopo il 1929. Un tale ciclo potrebbe essere eventualmente messo in azione da sfavorevoli sviluppi economici fuori degli stessi paesi « chiave », ma la sua diffusione internazionale comincerebbe con le difficoltà che gli Stati Uniti o il Regno Unito dovessero incontrare in conseguenza di un considerevole rallentamento o di un'inversione del movimento di afflusso di fondi esteri sui loro mercati. Gli insegnamenti della grande crisi e i mutamenti radicali intervenuti in seguito negli orientamenti e nelle politiche governative impedirebbero probabilmente un generale ricorso a, o un'accettazione di, forme di deflazione interna come strumenti di riequilibrio. Svalutazioni e restrizioni sarebbero la più probabile conseguenza della nuova situazione.

Fortunatamente numerosi ambienti responsabili sono ora vigili di fronte a simili pericoli; e proprio durante l'ultimo anno si è potuto constatare qualche modesto inizio di programmazione anticipata in questo campo. Il proposto ampliamento per il 50% delle quote del Fondo Monetario e del 100% per il capitale della Banca Internazionale sono passi nella giusta direzione. Un aspetto meno rilevato dalla stampa, ma importante, è anche la garanzia di cambio che l'Accordo Monetario Europeo assicura ai saldi tenuti da qualsiasi paese firmatario nella valuta di ogni altro paese partecipante. È questa una norma che può incoraggiare un più ampio uso delle valute europee — e specialmente della sterlina — come riserva da parte dei paesi interessati. Ancora: l'applicazione delle norme del trattato istitutivo della Comunità Economica Europea, riguardanti la coordinazione delle politiche economiche e monetarie e l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti nell'ambito dei paesi della Comunità, potrebbe anch'essa portare utili frutti in avvenire.

Misure ben più vaste di quelle fin qui adottate restano tuttavia necessarie per adattare i vecchi sistemi aureo e a cambio aureo ai bisogni dei nostri tempi e per fornire la comunità internazionale di un efficiente meccanismo di pagamenti internazionali in un'economia mondiale in sviluppo. La più promettente linea di approccio per una soluzione a lungo termine del problema sta nella vera « internazionalizzazione » della componente « valute estere » delle riserve internazionali, tale che sappia proteggere il sistema monetario mondiale dall'instabilità risultante da arbitrari spostamenti da una valuta di riserva verso un'altra o verso l'oro. Una soluzione del genere dovrebbe essere considerata come il normale coronamento di una delle tecniche impiegate in passato per adeguare il

sistema monetario alle esigenze di un'economia in sviluppo, ossia del graduale ritiro delle monete auree dalla circolazione attiva e della loro concentrazione nelle riserve monetarie delle Banche centrali dei singoli paesi. L'applicazione di soluzioni siffatte può però svilupparsi, nel migliore dei casi, solo gradualmente e programmi prematuri o troppo ambiziosi, sul tipo di quello divisato da Keynes nelle famose *Proposals for an International Clearing Union*, sarebbero oggi condannati al fallimento, così come accadde nel 1943.

È però da sperare che accordi più modesti, e quindi realizzabili, possano essere negoziati in tempo, sul piano sia regionale che internazionale. Tre istituzioni dovrebbero assumere una posizione di guida sotto questo rispetto: la Comunità Economica Europea, l'O.E.C.E. e il Fondo Monetario Internazionale. I possibili ambiti e direttive d'azione per ciascuno dei suddetti organismi saranno oggetto d'esame in un prossimo articolo in questa Rivista.

ROBERT TRIFFIN

APPENDICE

STIME « BASE » PER IL CALCOLO DELLE RISERVE, 1913-1957

(in miliardi di dollari)

	1913			1928			1932	1937	1947	1948	1949	1950	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1957	
	Riserve	Oro in circolazione	Totale	Riserve	Oro in circolazione	Totale														
I. Oro	4,93	3,57	7,60	9,76	1,04	10,80	11,35	25,31	25,31	32,40	32,75	33,15	33,83	33,94	33,94	34,37	34,98	35,46	36,10	37,36
A) Stati Uniti	1,29	0,63	1,92	3,75	0,40	4,15	4,05	12,79	11,35	22,87	24,40	24,56	22,82	22,87	23,25	22,09	21,79	21,75	22,06	22,86
B) Altri paesi	2,74	2,93	5,68	6,01	0,64	6,65	7,30	12,52	14,00	9,53	8,35	8,59	11,01	11,07	10,64	12,28	13,19	13,71	14,04	14,50
1) Regno Unito	0,17	0,60	0,77	0,75	0,09	0,84	0,58	4,14	2,02	1,60	1,35	2,90	2,20	1,50	2,30	2,55	2,05	1,80	1,60	1,60
2) Altri	2,58	2,33	4,91	5,26	0,55	5,81	6,72	8,38	7,51	6,75	7,24	8,11	8,87	9,19	9,98	10,64	11,66	12,24	12,90	12,90
II. Valute estere	0,50	—	—	3,25	—	—	—	—	—	13,90	13,90	10,85	13,70	13,15	13,58	14,62	15,55	16,02	16,70	16,24
A) Regno Unito	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,21	0,40	0,40	0,77	0,17	0,46	0,25	0,25	0,11	0,37	0,77
1. Dollari	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,06	0,25	0,34	0,40	0,13	0,35	0,22	0,21	0,07	0,33	0,67
2. UEP e BRI	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
3. Differenze	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,15	0,15	0,06	0,14	0,04	0,11	0,03	0,04	0,04	0,04	0,10
B) Altri paesi	0,50	—	—	3,25	—	—	1,00	2,26	13,69	13,50	10,45	12,93	12,98	13,12	14,37	15,30	15,91	16,33	15,47	15,47
1. Dollari	—	—	—	—	—	—	—	—	1,79	2,65	2,71	4,05	3,91	4,90	5,83	6,84	7,80	8,22	7,53	7,53
2. Sterline	—	—	—	—	—	—	—	—	12,15	10,77	7,41	7,78	7,65	6,33	6,83	6,98	6,59	6,22	5,84	5,84
3. UEP e BRI	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,05	0,11	0,43	0,86	1,44	1,62	1,57	1,41	1,51	1,68	1,68
4. Differenze	—	—	—	—	—	—	—	—	-0,25	0,02	0,21	0,67	0,56	0,45	0,09	-0,09	0,11	0,38	0,43	0,43
III. Totale	4,53	3,57	8,10	13,01	1,04	14,05	12,35	27,57	27,57	46,30	46,65	44,00	47,53	47,09	47,53	49,00	50,53	51,48	52,80	53,60
A) Stati Uniti	1,29	0,63	1,92	3,75	0,40	4,15	4,05	12,79	11,35	22,87	24,40	24,56	22,82	22,87	23,25	22,09	21,79	21,75	22,06	22,86
B) Altri paesi	3,24	2,93	6,18	9,26	0,64	9,90	8,30	14,78	16,22	23,43	22,25	19,44	24,71	24,22	24,28	26,91	28,74	29,73	30,74	30,74
1) Regno Unito	0,17	0,60	0,77	0,75	0,09	0,84	0,58	4,14	2,02	2,23	2,01	1,75	3,67	2,37	1,96	2,55	2,80	2,16	2,17	2,37
2) Altri	3,08	2,33	5,41	8,51	0,55	9,06	7,72	10,64	10,20	21,20	20,24	17,69	21,04	21,85	22,32	24,36	25,94	27,57	28,57	28,37
IV. Importazioni	—	—	21,0	—	—	30,6	12,71	27,62	23,54	53,30	60,05	59,91	59,34	81,40	80,20	76,57	79,61	88,98	98,21	107,39
A) Stati Uniti	—	—	1,8	—	—	4,4	1,34	3,57	2,40	6,55	8,06	7,53	9,60	11,88	11,66	11,79	11,05	12,37	13,80	14,17
B) Altri paesi	—	—	19,2	—	—	26,2	11,37	24,05	21,07	46,76	52,00	52,38	49,74	69,52	68,53	64,78	68,56	76,61	84,41	93,22
1) Regno Unito	—	—	3,7	—	—	5,8	2,28	5,08	4,50	7,34	8,37	8,52	7,31	10,93	9,74	9,36	9,45	10,87	10,88	11,41
2) Altri	—	—	15,5	—	—	20,4	9,09	18,97	16,57	39,42	43,63	43,86	42,43	58,58	58,80	55,42	59,11	65,74	73,53	81,80
V. Rapporto % delle riserve lorde alle importazioni	22	17	39	43	3	46	97	100	111	87	78	73	80	58	59	64	63	58	54	50
A) Stati Uniti	72	35	107	85	9	94	302	358	592	349	303	326	238	193	199	187	197	176	160	161
B) Altri	17	15	32	35	2	38	73	61	62	50	43	37	50	35	35	42	42	39	36	33
1) Regno Unito	5	16	21	13	1	14	26	81	30	24	21	21	22	20	20	27	30	20	20	21
2) Altri	20	15	35	42	3	44	85	55	54	46	40	50	37	38	44	44	42	39	35	35

Fonti delle statistiche e note:

1. La maggior parte delle cifre esposte sono tratte dalle statistiche del F.M.I. riguardanti l'oro, le valute ed il commercio internazionale ed escludono le organizzazioni internazionali e i paesi del blocco sovietico.

Per gli anni 1937 e 1950-57 abbiamo seguito le più aggiornate tavole pubblicate dal F.M.I. («International Financial Statistics», febbraio 1959); le stime delle disponibilità in valuta negli anni 1947-49 sono quelle esposte nella Tab. 3 di appendice di *International Reserves and Liquidity*, mentre quelle dell'oro per gli stessi anni e quelle dell'oro e valute per il 1938 sono state tratte dalla Tab. 2 della stessa pubblicazione.

(2) Si sono inoltre consultate altre fonti per controllare ed integrare le stime del 1913,

1928 e specialmente 1932. A tale scopo si sono seguite di preferenza le statistiche delle riserve auree della pubblicazione della Federal Reserve, *Banking and Monetary Statistics*, Washington, 1943, pp. 544-555, le stime della circolazione della « Gold Delegation of the Financial Committee of the League of Nations » (1930 *Interim Report*, pp. 114-117, per il 1913; e 1932 *Report*, pp. 78-83, per il 1928). Le stime delle disponibilità di valuta per il 1932 sono state ricostruite in base ad altre pubblicazioni della L.d.N. (specie *International Currency Experience*, di RAGNAR NURKSE, L.d.N., 1944) e sono da considerarsi molto approssimative.

(3) Modeste differenze sono pressochè inevitabili per stime riguardanti un così lungo periodo; donde un corrispondente margine di errore per tutti i calcoli basati su questa Tabella, particolarmente per gli anni 1913-1949.