

## Sviluppo economico e liberalizzazione dei movimenti di capitali in Italia

1. - I provvedimenti italiani del dicembre scorso, instaurando una più ampia trasferibilità delle monete attraverso la soppressione della distinzione fra le valute dei paesi O.E.C.E. e il dollaro degli Stati Uniti (e dollaro canadese e franco svizzero libero), hanno dato luogo alla soppressione sia delle limitazioni esistenti circa l'area di spendibilità della valuta nazionale detenuta da non residenti, sia della prescrizione di valuta per i residenti. Nessuna modifica è stata invece apportata alla disciplina delle transazioni correnti e finanziarie con l'estero: continuano cioè a sussistere restrizioni quantitative per le transazioni correnti (con discriminazioni commerciali nei riguardi dell'area del dollaro) e per i trasferimenti di capitali (regolati con molto rigore nei confronti dei residenti).

Ora, se non ha più fondamento tecnico il mantenimento di discriminazioni fra l'area del dollaro e l'area dei paesi O.E.C.E., non riteniamo che sia giunto anche il momento di procedere alla soppressione, in linea generale, delle restanti restrizioni quantitative in materia di transazioni correnti, nonchè di accordare la liberalizzazione ai movimenti di capitali anche per i residenti.

È su questo specifico argomento che intendiamo fermare la nostra attenzione. Prima di discuterlo può essere però opportuna qualche osservazione preliminare.

2. - Generalmente si tende oggi, in sede internazionale, ad ammettere il mantenimento o l'introduzione di restrizioni alle transazioni correnti con l'estero, su base però non discriminatoria, qualora sussista nella bilancia dei pagamenti del paese uno squilibrio strutturale, con tale espressione intendendosi uno squilibrio che incide sulle riserve valutarie in dipendenza di una sproporzione

fra i fattori produttivi operanti nel paese (1). Ai sensi dell'art. 8, sez. 2 dell'Accordo sul Fondo Monetario è tuttavia necessaria l'approvazione del Fondo per l'imposizione di restrizioni ai pagamenti e trasferimenti per transazioni internazionali correnti.

Per i movimenti di capitali, i controlli e quindi le eventuali restrizioni sono ammessi, in sede internazionale, senza alcuna condizione, salvo quella che la loro applicazione non determini effetti secondari tali da restringere i pagamenti per transazioni correnti; in questo caso l'ammissibilità torna ad essere condizionata all'esistenza di una situazione di squilibrio strutturale. L'Accordo sul Fondo Monetario non solo attribuisce ai paesi membri la facoltà di regolare in via autonoma i movimenti internazionali dei capitali (purchè tuttavia non ne siano ostacolati i pagamenti derivanti da operazioni correnti o ritardati indebitamente i trasferimenti di fondi destinati al regolamento di impegni - art. 6, sez. 3), ma nega persino l'accesso alle risorse del Fondo al paese membro che non applichi gli opportuni controlli suggeriti dal Fondo stesso per impedire un largo deflusso di capitali (art. 6, sez. 1).

In sostanza, se per regime di convertibilità si deve intendere un regime caratterizzato da assenza di controlli sulle transazioni con l'estero, l'attuazione di tale obiettivo non è oggi incondizionata, ma piuttosto collegata alla situazione di fatto esistente in ogni singolo paese. A differenza cioè del secolo scorso e del periodo precedente la grande crisi del 1930, allorchè la libertà delle transazioni economiche (scelta dei mercati, del tipo di transazione e della moneta di regolamento) rappresentava un presupposto implicito e basilare, oggi tale libertà è soggetta all'esistenza di determinate condizioni nella struttura economica dei singoli paesi.

Così, è vero che occorre fare ogni sforzo per creare condizioni idonee per la realizzazione della convertibilità; ma è pur vero che occorre ben guardarsi dall'invocarne l'attuazione semplicemente per spirito di emulazione con gli altri paesi e per ragioni di prestigio, trascurando le diverse condizioni strutturali della propria economia.

(1) È da tener presente che una larga disoccupazione anche senza disavanzo strutturale può denotare l'esistenza di un problema di bilancia dei pagamenti. Se la disoccupazione è dovuta al contenimento della domanda globale per timore di dar origine ad un disavanzo dei pagamenti con l'estero, ne consegue che il disavanzo di bilancia dei pagamenti sorge ove si intenda eliminare la disoccupazione, cosicchè i rimedi all'una o all'altra situazione sono praticamente della stessa natura. Cfr. E. M. BERNSTEIN, *Strategic Factors in Balance of Payments Adjustment*, I.M.F. Staff Papers, August 1956, pag. 159.

L'obiettivo della convertibilità non è, in altre parole, un obiettivo ottimo in senso assoluto in ogni tempo e in ogni luogo.

D'altra parte, però, mentre un tempo il regime di convertibilità era accolto per autonoma decisione dei singoli paesi, i quali potevano in qualunque momento revocarlo, oggi il regime di convertibilità viene disciplinato in forma collettiva (2), attraverso gli organismi internazionali che limitano in parte la sovranità statale in materia di rapporti economici con l'estero.

La definizione tradizionale di convertibilità, inoltre, nel dare per ammessa la libertà delle operazioni economiche, stabiliva come requisito basilare il mantenimento di una parità fissa con l'oro o con una valuta convertibile a sua volta in oro ad una parità fissa. Nel mondo economico attuale si è invece indotti a porre in seconda linea la considerazione della stabilità del tasso di cambio e della parità aurea, per mettere l'accento sulla libertà delle transazioni con l'estero.

3. - Gli elementi richiamati nel precedente paragrafo consentono di trarre alcune conclusioni in tema di applicazione di regimi di convertibilità.

In primo luogo, se il regime di convertibilità deve servire allo sviluppo del reddito non solo mondiale, ma anche della collettività politica che lo adotta, e pertanto non va accolto in se stesso quale optimum in senso assoluto, ma soltanto in quanto la situazione strutturale della bilancia dei pagamenti lo consenta e la generalità dei paesi lo adottino, due criteri vanno osservati:

a) il regime di convertibilità deve essere di tipo amministrativo, non già di tipo legislativo, in quanto, non essendo sempre necessariamente l'optimum, si deve essere pronti a modificarlo ove la situazione interna e quella internazionale lo esigano.

In Italia gli articoli da 1 a 7 del decreto-legge 6 giugno 1956, n. 476, con i quali si statuisce il principio generale che le transazioni con l'estero da parte dei residenti possono aver luogo soltanto in base ad autorizzazione ministeriale, rispondono a questa esigenza;

b) il regime di convertibilità non va disciplinato in modo autonomo, ma d'intesa con gli altri paesi.

(2) ROBERT TRIPPIN, *Europe and the Money Muddle*, Yale University Press, 1957, pag. 245.

In secondo luogo il regime di convertibilità deve avere applicazione diversa a seconda che si tratti di transazioni correnti oppure di movimenti di capitali.

Circa le transazioni correnti già si è chiarito che il regime di libertà deve rappresentare la regola, semprechè le condizioni strutturali della bilancia dei pagamenti lo consentano.

Per i movimenti di capitali invece la questione è impregiudicata in sede internazionale, in quanto il Fondo Monetario non limita l'autonomia di decisione dei paesi membri, salvo che in alcuni casi particolari già accennati. La linea di politica economica da adottare in merito al movimento di capitali deve essere pertanto frutto di una scelta da parte delle autorità valutarie dei paesi membri che tenga in debita considerazione non solo questioni di ordine generale, ma anche questioni specifiche proprie di ogni singolo paese.

4. - Per quanto riflette l'Italia è indubbio che l'afflusso di capitali esteri è utile al paese qualunque sia il ramo di attività cui possano essere destinati, in quanto concorrono alla realizzazione del programma di assorbimento della disoccupazione interna; come pure è indubbio che il loro afflusso è tanto maggiore quanto minori sono le restrizioni al trasferimento dei redditi relativi, nonchè al deflusso di tali capitali e delle eventuali plusvalenze.

D'altra parte è da osservare che, ove si consenta un afflusso indiscriminato di capitali esteri, sia a lungo che a breve termine, si introduce un fattore di grande variabilità nel quadro della bilancia dei pagamenti del paese e quindi di incertezza nei programmi di investimento interno. Il volume delle riserve valutarie dovrà aumentare in conseguenza dovendosi adeguare alle fluttuazioni, che possono essere molto ampie, dei movimenti di capitali a breve termine. In tal caso il tasso di impiego dei capitali esteri affluiti nel paese potrebbe essere inferiore al costo. La liberalizzazione dei movimenti di capitali a breve termine può quindi comportare un rischio ed un costo per il paese ricevente.

Le oscillazioni nel flusso dei capitali sono tanto maggiori quanto più i movimenti non sono determinati da motivi di reddito, ma da prospettive di guadagno in conto capitale; si tratta in tal caso dei cosiddetti movimenti di « moneta calda » che, aggravando i disavanzi e gli avanzi correnti di bilancia dei pagamenti, sostanzialmente hanno un effetto squilibratore.

Ad attenuare le conseguenze negative dovute agli spostamenti speculativi dei capitali può giovare la tecnica della cosiddetta « contro speculazione » (3). In base ad essa, a fronte di un movimento di « moneta calda » dal paese B a quello A, le autorità valutarie del paese A effettuano un movimento in senso opposto di capitali ufficiali. La piena compensazione dei movimenti speculativi si ritiene possa aver luogo soltanto mediante movimenti effettuati dalle autorità valutarie del paese A che riceve la moneta, e quindi si esclude, come invece è previsto nello schema del Meade, che la compensazione possa aver luogo attraverso movimenti operati dalle autorità sia del paese A che del paese B.

La realizzazione dell'obiettivo in esame comporta una piena collaborazione in sede internazionale e l'assunzione da parte delle autorità ufficiali del paese B dei rischi di cambio che vengono a gravare sulle autorità valutarie del paese A che effettua il movimento compensativo.

Ciò nonostante è da far presente che, se vengono eliminate le conseguenze dei movimenti di « moneta calda » in sede di bilancia dei pagamenti, permangono invece gli effetti negativi sulla situazione interna dei paesi interessati, a meno che i movimenti stessi siano originati da moneta inattiva nel paese B e diano origine a moneta inattiva nel paese A.

5. - La tecnica valutaria tuttavia suole ora fare preferibilmente ricorso, per la disciplina dei movimenti dei capitali, alle forze stesse di mercato, canalizzando tali movimenti verso un mercato di cambi autonomo (4) con tassi di cambio fluttuanti.

Ma anche questa soluzione non va esente da critiche. In primo luogo è da osservare che i movimenti di capitali dovuti a motivi di rendimento economico sono quelli che maggiormente soffrono in un regime di cambi oscillanti, mentre quelli di carattere speculativo, pur incontrando un freno automatico nell'andamento del tasso di cambio, continuano ad aver luogo nel clima di rischi ad essi consono.

(3) J. E. MEADE, *The Balance of Payments*, Oxford University Press, vol. 10, 1951, pagg. 294-298.

(4) Di fatto questo mercato dei cambi non opera in modo del tutto autonomo, in quanto l'autorità valutaria può intervenire per regolare la formazione degli scarti fra cambi autonomi e cambi ufficiali.

In secondo luogo sembra illusoria la possibilità di mantenere distinto il mercato dei capitali da quello delle transazioni correnti mediante un diverso sistema di regolamentazione in materia di cambi, qualora si dovesse manifestare un ampio scarto tra le quotazioni di cambio dei due mercati. I controlli, che si ritiene di poter evitare mediante lo schema tecnico ora indicato, rientrerebbero allora per la finestra e sarebbero di difficile realizzazione.

Del resto già oggi praticamente si è costretti ad equiparare alle transazioni in conto capitale le transazioni invisibili connesse con il turismo e le rimesse emigrati. Ciò significa, nel caso dell'Italia, che occorre essere disposti a mettere a disposizione delle correnti di deflusso di capitali dal paese i ricavi di queste partite che rappresentano all'incirca il 20 per cento del totale delle entrate correnti.

L'esperienza storica nostra ha chiaramente dimostrato che, anche se formalmente le transazioni invisibili correnti si inquadrassero nel mercato di cambio ordinario, l'evasione verso il mercato di cambio fluttuante, qualora fosse sollecitata dallo scarto fra i tassi di cambio dei due mercati, sarebbe difficilmente sopprimibile.

Pertanto, ove si ritenga che il tasso di cambio, fluttuante sia lo strumento tecnico più idoneo a disciplinare le correnti di afflusso e deflusso dei capitali, si deve anche accogliere la conseguenza che aliquote più o meno rilevanti di transazioni correnti seguano, occorrendo, la stessa sorte. In tal caso si può giungere ad un sistema di cambi multipli che potrebbe condurre ad un'aperta violazione dell'Accordo per il Fondo Monetario (art. 8, sez. 3), ove le transazioni correnti fossero formalmente ammesse sul mercato dei cambi fluttuanti.

Non sembra quindi che la soluzione tecnica dei cambi fluttuanti in materia di movimenti di capitali sia da accogliere senza riserve come strumento di controllo automatico ed esclusivo affidato alle forze stesse di mercato. Per evitare che venga alterato il gioco operativo del cambio sul mercato ordinario e che si restringano le normali correnti di afflusso dei capitali dovute a motivi di reddito, occorre confinare l'applicazione del tasso fluttuante a settori marginali dei movimenti di capitali, previa selezione, attraverso controlli amministrativi, di quei movimenti che non sono conformi alle esigenze economiche strutturali del paese.

Superfluo dirlo, con ciò non si intende prendere posizione nel grosso dibattito fra sistema dei cambi fissi e sistema dei cambi

fluttuanti; in questa sede si vuole piuttosto affermare che il mercato dei cambi deve essere sostanzialmente unico.

Ove si accetti questa impostazione, l'equilibrio della bilancia dei pagamenti viene ad essere configurato in modo globale sia rispetto alle valute di regolamento, che rispetto alla natura delle transazioni (correnti e finanziarie), cosicchè l'equilibrio stesso risulta determinato non solo dal saldo delle partite correnti, ma anche dai movimenti di capitali degli operatori economici. Tutto questo complesso di transazioni va convogliato in un unico mercato ordinario, ove il tasso di cambio è delimitato entro precisi confini, che per la lira italiana nei confronti del dollaro risultano di 620,50 e di 629,50.

6. - Come si è avvertito, non tutti i movimenti di capitali dovrebbero però affluire su questo mercato ordinario; mentre alcuni movimenti dovrebbero essere interdetti mediante i consueti controlli amministrativi, altri potrebbero essere convogliati su un mercato ove il regolamento avvenga automaticamente attraverso l'andamento del tasso di cambio.

Volendo applicare questi principi al caso concreto italiano, sembrerebbe opportuno in primo luogo interdire tutti i movimenti di « moneta calda » come sopra definiti; di fatto, poichè è difficile agli organi di controllo effettuare una selezione del genere, riteniamo più conveniente suggerire l'intervento del mercato stesso, stabilendo che i movimenti di capitali a breve termine (e quindi inferiori ad un anno), nei quali sono generalmente compresi i movimenti di « moneta calda », siano accentrati, tanto per l'afflusso che per il deflusso, sul mercato dei tassi fluttuanti, cosicchè le riserve valutarie ufficiali del paese possano restare estranee al giro di queste transazioni.

I movimenti di capitali dovrebbero pertanto continuare ad aver luogo, come attualmente, sul mercato ordinario, salvo quelli a breve termine che dovrebbero essere accentrati sul mercato dei tassi fluttuanti.

La distinzione fra investimenti in imprese produttive ed altri investimenti, semprechè superiori ad un anno, non avrebbe però più motivo di essere fatta, in quanto si dovrebbe anche convenire di accordare il trasferimento all'estero, sul mercato ordinario e senza alcuna limitazione, dei redditi e delle plusvalenze in conto capitale. Soltanto gli eventuali disinvestimenti effettuati anterior-

mente alla prescritta permanenza minima di un anno dovrebbero aver luogo tramite il mercato dei tassi fluttuanti.

Qualora si volesse conservare la distinzione fra investimenti in imprese produttive ed altri investimenti, stabilita con la Legge del 7 febbraio 1956, n. 43, distinzione che sostanzialmente corrisponde a quella che la dottrina suol fare fra investimenti diretti e altre forme di investimento, e nel contempo si volesse anche conservare il periodo di permanenza minima per gli « altri investimenti » nella misura di due anni, si potrebbe seguire sostanzialmente la stessa linea direttiva attualmente vigente, stabilendo, per quanto riflette gli « altri investimenti », che i redditi eccedenti l'aliquota dell'8%, le plusvalenze in conto capitale e i disinvestimenti anteriori alla prescritta permanenza siano trasferiti tramite il mercato dei tassi fluttuanti.

Ove si ammetta l'opportunità di fare distinzione fra investimenti in imprese produttive ed altri investimenti, la vigente legislazione italiana in materia di movimenti di capitali ha una propria logica interna che mira ad assicurare gli afflussi di capitali esteri dovuti a motivi di reddito e nel contempo a tutelare le riserve valutarie dagli improvvisi spostamenti che potrebbero essere determinati dai movimenti di « moneta calda ».

Nel dare garanzia mediante norme di legge agli investitori non residenti, di ritrasferimento all'estero, sia pure con talune limitazioni, di capitali e redditi, sulla base del tasso di mercato ordinario, si offrono condizioni certo più vantaggiose che non accordando semplicemente il ricorso al mercato dei tassi fluttuanti — sul quale possono comunque sempre affluire capitali e redditi che i non residenti vogliono in qualunque momento trasferire all'estero. Si aggiunga che al servizio delle quote di reddito e di plusvalore che vengono trasferite sul mercato dei tassi fluttuanti (cosiddetto mercato dei « conti esteri capitale ») sono posti oggidì gli introiti derivanti dal turismo e dalle rimesse emigrati che per l'Italia, come si è notato, raggiungono all'incirca il 20% delle entrate correnti.

Nello schema sopra delineato circa la disciplina dei movimenti di capitali a breve termine non rientrano le aperture di conti esteri in lire presso le aziende di credito da parte di non residenti. Infatti le lire detenute dall'estero in tali conti hanno la natura di disponibilità sull'estero cosicchè possono essere utilizzate per i pagamenti ai residenti o per la ritrasformazione in valuta sul mercato ordinario.

Esse possono altresì essere utilizzate per investimenti in Italia, nel qual caso il ritrasferimento all'estero avrà luogo sul mercato ordinario soltanto se le disponibilità in lire saranno state preventivamente girate ai conti previsti dalla legge sugli investimenti esteri; in caso contrario potranno essere ritrasferite tramite il mercato dei tassi fluttuanti.

7. - Finora abbiamo preso in esame il problema relativo alla liberalizzazione dei movimenti di capitali dei non residenti ed abbiamo suggerito una soluzione che ne favorisca il pieno afflusso in Italia, salvo, per quelli a breve termine, talune limitazioni derivanti dal controllo automatico affidato alle stesse forze di mercato mediante l'applicazione del regime dei tassi fluttuanti.

Resta da esaminare il problema della liberalizzazione dei *movimenti di capitali dei residenti*.

Anche qui la soluzione concreta dovrà consentire di raggiungere la stessa finalità già perseguita per la disciplina dei capitali dei non residenti: fornire cioè al paese la maggior copia di risparmi possibile al fine di accelerare il processo di sviluppo e di assorbimento della disoccupazione interna.

Non si tratta perciò di effettuare un raffronto comparativo con gli altri paesi. La soluzione deve essere conforme alle specifiche esigenze dell'Italia, tenendo presente che finora le politiche di sviluppo e di utilizzo delle risorse interne hanno incontrato un fattore limitativo nell'offerta di risparmio. D'altra parte non si deve neanche trascurare il fatto che la bilancia dei pagamenti dell'Italia ha presentato nello scorso anno una grossa eccedenza attiva, che ha fatto seguito a quelle, peraltro molto inferiori, dei tre anni precedenti. Si aggiunga infine che lo sviluppo delle riserve valutarie nello scorso anno ha dato origine a sua volta ad un imponente incremento della liquidità bancaria.

Se si considera la situazione da un punto di vista strutturale e quindi si pone mente alla forte sottoccupazione tuttora esistente in Italia, si deve ritenere che il controllo dei movimenti di capitali dei residenti rappresenti la logica soluzione al quesito; se viceversa si ha riguardo all'attuale situazione eccedentaria dei pagamenti con l'estero, si può essere favorevoli alla soluzione che auspica la liberalizzazione dei capitali anche per i residenti.

Questo diverso atteggiamento nella disciplina dei movimenti di capitali dei residenti deriva dalla particolare antinomia della situa-

zione presente italiana in cui si riscontra accanto ad una posizione di sottoccupazione una forte eccedenza nei conti con l'estero.

Le risultanze raggiunte nei conti con l'estero durante il 1958 vanno però adeguatamente qualificate. Occorre cioè tener conto che si è potuto trarre vantaggio da una favorevole evoluzione della ragione di scambio, da una contrazione delle quantità importate, da un incremento delle prestazioni di servizi a favore dell'estero e infine da un aumento degli incassi per rimesse emigrati. Fra tutti questi fattori, uno soltanto — l'incremento delle prestazioni di servizi — risulta collegato all'incremento del reddito reale interno. Il contrastante andamento del reddito reale (aumentato di circa 620 miliardi di lire) e delle importazioni reali di merci e servizi (diminuite di circa 10 miliardi) sta a significare che la propensione marginale all'importazione  $\frac{\Delta M}{\Delta Y}$  è stata nel corso del 1958 addirittura

negativa, mentre nel periodo 1950-57 era stata positiva ed in media pari al 30%. Questa evoluzione della propensione marginale e l'ampia riduzione dei costi delle importazioni devono fare ritenere del tutto eccezionale l'incremento delle disponibilità sull'estero riscontrato nello scorso anno. Ed anche se si può scontare che nel corrente anno si riproducano ancora sostanziali eccedenze attive nei pagamenti con l'estero, non si può ancora trarre la conclusione che l'Italia sia ormai un paese strutturalmente esportatore di capitali. E siccome i principi informatori dell'ordinamento valutario devono riflettere la posizione strutturale della bilancia dei pagamenti del paese, riteniamo che debba tuttora permanere un controllo sui movimenti dei capitali dei residenti, restando peraltro sottinteso che tale controllo va ora amministrato con criteri di larghezza per tener conto dell'attuale favorevole situazione dei nostri conti con l'estero. In ogni caso occorre tener presente che l'esportazione dei capitali accordata ai residenti non rappresenta un correttivo dell'attuale situazione eccedentaria della bilancia dei pagamenti, tale da distogliere dalla ricerca di altre soluzioni più consone alla situazione in tema di sottoccupazione.

Allo scopo di avviare a pronta soluzione i problemi attuali connessi con l'incremento delle riserve valutarie e della liquidità bancaria, il dott. Carli ha suggerito nell'ottobre scorso (5) la libe-

(5) GUIDO CARLI, *Problemi di una associazione economica fra i paesi dell'OECE*, in Atti del IX Convegno di Studi di Economia e Politica Industriale, San Remo, 1958, p. 216.

ralizzazione degli investimenti diretti all'estero, nonché degli investimenti in titoli esteri da parte di residenti in Italia. Egli ritiene che la situazione italiana sia ormai matura per l'adozione di tali misure, il che potrebbe far supporre che si voglia ormai escludere la deficienza dei risparmi interni come fattore limitativo dei programmi di sviluppo dell'economia italiana.

In senso favorevole alla liberalizzazione si è anche recentemente espresso « Errezero » con due notevoli articoli su « Bancaria » (6), sostenendo che tale misura è strumentale ai fini dell'incoraggiamento degli investimenti esteri in Italia.

In generale si può dire che nel nostro paese si è oggi favorevoli ad accordare la liberalizzazione dei capitali anche ai residenti e che non vien dato soverchio peso alle considerazioni di fondo da noi espresse, nè al rilievo che così facendo si verrebbe ad attenuare la libertà di scelta della politica economica più adatta al paese.

A sostegno della liberalizzazione si osserva inoltre che ai residenti sono aperte numerose vie per esportare capitali senza la prescritta autorizzazione, mentre si trascura la considerazione che il controllo può avere efficacia sia perchè viene a vincolare la natura degli impieghi degli investitori istituzionali (enti finanziari, di assicurazione, di previdenza, ecc.), sia perchè non si può stabilire che cosa avverrebbe effettivamente ove tale controllo non sussistesse, specie se dovessero insorgere movimenti di fuga dalla lira.

Pur riconoscendo l'autorevolezza delle argomentazioni a favore della liberalizzazione dei movimenti di capitali per i residenti, riteniamo quindi di dover continuare ad aderire alla tesi in favore del controllo e al principio dell'accentramento delle transazioni sul mercato ordinario dei cambi, cosicchè, una volta accordata al residente l'autorizzazione al movimento dei capitali, l'operazione debba aver luogo su tale mercato e non su quello dei tassi fluttuanti.

Il principio del controllo dei capitali per i residenti, al momento attuale, non soffre eccezioni neppure nei confronti dei paesi della Comunità economica europea. Il Trattato che istituisce la C.E.E. tratta in modo specifico le questioni relative al movimento dei capitali agli articoli 67-73 compresi nella parte seconda. In linea di principio è stabilito che gli stati membri devono sopprimere

(6) ERREZERO, *Il Mercato Comune e la liberazione del movimento internazionale dei capitali sotto l'aspetto valutario*, in « Bancaria », giugno 1958, pp. 649-654; *La liberazione delle transazioni in capitali in Italia*, *ibid.*, novembre 1958, pp. 1253-1268.

gradatamente fra loro, durante il periodo transitorio, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli stessi stati membri. La graduale abolizione delle restrizioni è tuttavia sottoposta ad un'importante limitazione, in quanto è previsto che va effettuata nella misura necessaria al buon funzionamento del Mercato Comune. Una tale riserva può dunque giustificare la permanenza di un certo regime di controllo sui movimenti di capitali. Essa è stata probabilmente posta con l'implicito sottinteso che la liberalizzazione dei movimenti di capitali deve procedere di conserva con l'azione di coordinamento delle politiche finanziaria e fiscale dei paesi della Comunità. Invero il libero movimento dei capitali risponde ad esigenze economiche ove si adegui al tasso reale di remunerazione di capitali e ove pertanto le politiche creditizie e fiscali non alterino sostanzialmente tale assetto.

Giova inoltre aggiungere che una realizzazione immediata della libertà dei movimenti di capitali fra i paesi del M.E.C. potrebbe accentuare le difficoltà che già sussistono per raggiungere un'intesa con gli altri paesi O.E.C.E. al fine di dare origine al più ampio aggregato economico della Zona di libero scambio, dato che l'Inghilterra è piuttosto orientata verso il controllo dei movimenti dei capitali. È questa una semplice constatazione, non già un rilievo preclusivo, in quanto le finalità di integrazione del Mercato Comune, semprechè non siano in contrasto con la collaborazione internazionale, non debbono soggiacere a limitazioni esterne.

Un avvio verso una soluzione di compromesso fra le due tesi estreme di controllo e di libertà dei movimenti di capitali dei residenti potrebbe essere fornito dalla recente istituzione di vari *investment trusts*, il cui portafoglio è costituito da azioni di società europee (7). In questo caso potrebbe essere accordata facoltà ai

(7) *Europa I*, costituito in Germania dalla Banca Hardy e Co. di Francoforte ed avente in portafoglio azioni dei sei paesi della Comunità;

*Europa-Valor*, costituito in Svizzera dal Crédit Suisse, ed avente in portafoglio titoli dei sei paesi della Comunità e di quattro imprese inglesi;

*Eurit*, costituito in Svizzera dall'Union de Banques Suisses ed avente in portafoglio titoli dei più importanti paesi europei;

*Europa-Union*, costituito nel Lussemburgo dal Syndicat Européen d'Etudes et de Financement, comprendente la Banca Lambert e altre banche d'affari dei sei paesi della Comunità; in portafoglio detiene titoli dei sei paesi della Comunità;

*Eurofonds*, costituito negli Stati Uniti dalla Bankers' Trust, con la partecipazione di banche dei paesi della Comunità.

residenti in Italia di acquistare liberamente azioni di tali enti, qualora questi impieghino sul mercato nazionale i capitali esportati dai residenti. L'Italia potrebbe premunirsi contro la possibilità che i capitali investiti in certificati degli *investment trusts* siano liquidati su mercati esteri, richiedendo che i certificati siano registrati o depositati presso un organismo bancario al momento della loro introduzione nel paese. In tal modo verrebbe anche soddisfatto il requisito della nominatività attualmente richiesto dalla nostra legislazione.

FRANCESCO MASERA